

# LTIF - Fondo di Investimento a Lungo Termine

LTIF

Bollettino Luglio 2005

Come già spiegato nel Manuale del Titolare, gli investitori nel fondo LTIF devono prestare attenzione ai risultati delle nostre società per poter realizzare una stima del nostro andamento, più che ai prezzi delle loro azioni (e al valore di liquidazione del fondo, che rappresenta semplicemente la somma del prezzo delle azioni che possediamo ad una determinata data). È per questo che noi parliamo essenzialmente di "performance intrinseca" più che di performance delle azioni.

Per una descrizione completa della filosofia d'investimento nel fondo LTIF, e del relativo "Manuale d'Istruzioni", che illustra nei dettagli i nostri concetti di valorizzazione, come per esempio "valore intrinseco" e "utili del fondo per azione", siete pregati di far riferimento al nostro sito internet: [www.ltif.com](http://www.ltif.com). Potrete inoltre consultare i nostri precedenti bollettini oltre ai risultati dettagliati del fondo dalla sua data di inizio delle operazioni.

Per qualsiasi altra richiesta, si prega di scrivere al seguente indirizzo e-mail: [info@ltif.com](mailto:info@ltif.com).

## Risultati del nostro portafoglio

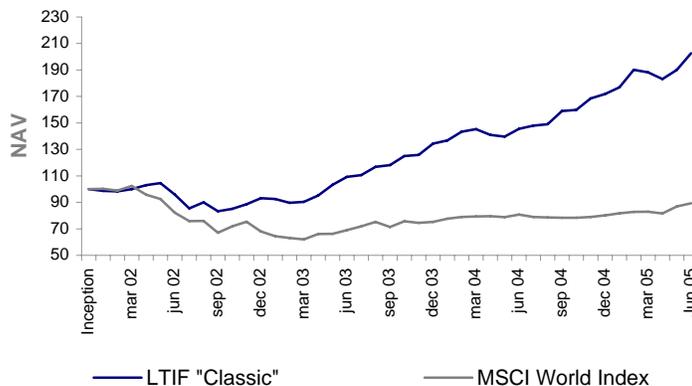
Questo secondo trimestre è stato in molti sensi la continuazione del precedente: abbiamo aggiunto poche società (6) e ne abbiamo vendute anche meno (solo 1). Non ci sono giunte novità di rilievo dalle nostre società: tutte quante hanno registrato le performance che ci aspettavamo in maggiore o minor misura. Anche dal punto di vista dei prezzi delle azioni non è cambiato molto: la maggior parte delle nostre azioni della zona Euro hanno registrato rialzi, come quelle delle società energetiche, mentre le azioni delle nostre società brasiliane e coreane sono andate piuttosto al ribasso. In generale, il valore di liquidazione del nostro portafoglio si è rivalutato di un 17,88% dall'inizio dell'anno, portando di conseguenza il Valore Netto delle azioni del Fondo a quota 202,57 €

*Il Valore del Patrimonio Netto è aumentato del 17,88% dall'inizio dell'anno.*

*Il patrimonio totale in gestione attualmente ha superato i 100 milioni di €.*

## Grafico 1:

Valore di liquidazione per azione del fondo LTIF comparato con l'indice azionario globale MSCI.



## Direttorio LTIF

### Amministratore:

TMF Fund Administrators BV  
Westblaak 89  
P.O.Box 25121  
3001 HC Rotterdam  
Paesi Bassi

### Gestore Investimento:

VDI Ltd.  
Kings Court, Bay Street  
P.O.Box N-1417  
Nassau, Bahamas

### Sede Sociale:

Mill Mall, P.O.Box 964  
Road Town, Tortola  
Isole Vergini (GB)

### Banca Depositaria:

Pictet & Cie  
29, Boulevard  
Georges Favon  
1204 Ginevra  
Svizzera

### Consulente Finanziario:

Strategic Investment Advisors SA  
4, rue de l'Ecole de Chimie  
1205 Ginevra  
Svizzera

### LTIF - Class A

Telekurs: 1341036  
Bloomberg: LONGTRM VI

### LTIF - Class B

Telekurs: 2048550  
Bloomberg: LONGTRB VI

### GEVF

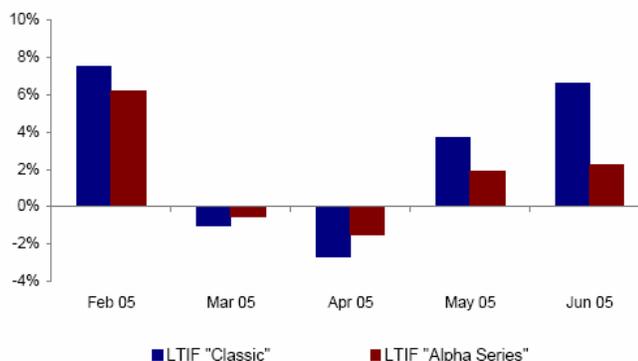
Telekurs: 2053248

*La Serie Alpha si è incrementata di un 8,40% dall'inizio della sua operatività a febbraio, caratterizzata da una bassa volatilità.*

Questo rappresenta un po' più del doppio del loro valore originale di 100 €, il che significa che abbiamo raddoppiato il nostro denaro in circa 3 anni e mezzo, grazie a una rivalutazione approssimativa del 20% annuo (l'indice globale MSCI in euro, dividendi inclusi, è rimasto essenzialmente piatto nel corso di questo periodo di tempo). Le dimensioni totali del fondo, sia la serie A ("Classic") sia la serie B ("Alpha") attualmente ammonta a più di 100 milioni di €.

Il Valore del Patrimonio Netto della Serie Alpha è aumentato di un 8,40% a partire dalla data di inizio della sua operatività a febbraio, e come ci si aspettava, si è rivelato meno volatile (con incrementi e decrementi inferiori) su base mensile rispetto alla Serie "Classic". I rendimenti totali sono inferiori a quelli del Fondo LTIF "Classic", dato che gli indici sono aumentati di circa il 7% durante l'anno.

**Grafico 2:**  
**Comparativa performance Fondo LTIF - LTIF Serie Alpha**



### Le società che abbiamo venduto

L'unica società che abbiamo venduto durante il trimestre è stata Sadia, la produttrice brasiliana di pollame e carne suina. Dato che possediamo già nel nostro portafoglio il suo concorrente principale, la società Perdigao, dopo attente considerazioni abbiamo deciso che era meglio concentrare la nostra posizione solo su questa seconda società.

### Le società che abbiamo comprato

Come già menzionato, abbiamo proceduto ad acquisire 6 nuove società, la maggior parte delle quali in Europa. Nonostante il nostro sia un approccio di tipo "inverso" (noi cerchiamo esclusivamente delle buone società poco costose, ovunque si trovino), abbiamo fatto uno sforzo per bilanciare un po' di più il nostro portafoglio verso le società europee, dato che ne possedevamo veramente poche. Le società acquistate sono le seguenti:

- **Interseroh:** società tedesca specializzata nel riciclaggio di materiali (imballaggi scartati, vecchi elettrodomestici, ecc.). Le leggi tedesche ed europee in generale stanno spingendo l'aumento della domanda di riciclaggio ed Interseroh ha le opportunità e la tecnologia idonea per trarne profitto.
- **Balda AG** produce componenti e sottoinsiemi di componenti per la telefonia mobile. Nonostante abbia sede in Germania, ha spostato la maggior parte della sua produzione verso l'Europa dell'Est e la Cina.

- **Neste** è una società petrolifera finlandese dedita al trasporto, raffinazione e vendita al pubblico. È in grado di trattare olio pesante, molto più economico dell'olio leggero, più scarso e che offre migliori margini. Opera nella zona del Baltico, che sta sperimentando una crescita economica superiore alla media.
- **Valero** è un'altra società petrolifera dedita alla raffinazione e la vendita al pubblico (la terza più grande degli USA), realmente focalizzata alla raffinazione di olio pesante, di conseguenza gode di margini eccellenti.
- **ING Canada** è una compagnia di assicurazioni, il cui socio di maggioranza è il gruppo olandese ING, che gode di una posizione di mercato molto forte, con una profittabilità eccellente e prezzi bassi.
- **Grupo México** è uno dei più grandi produttori mondiali di rame, di cui possiede le maggiori riserve. Come nel caso di molte materie prime, i mercati stanno scontando una forte caduta del prezzo del rame, che rende l'acquisto della società veramente economico (il suo "dividend yield" tasso di rendimento dato dal rapporto dividendo/prezzo è attualmente pari a 12%). Noi riteniamo che il prezzo dell'azione abbia già toccato il suo minimo, di conseguenza ogni sorpresa al rialzo (chiaramente possibile se non addirittura probabile) potrà generare degli utili eccezionali.

*Entrambe le classi (A-"Classic" e B-"Alpha") sono attualmente quotate nella Borsa Valori irlandese.*

*María Vázquez si è incorporata a SIA SA in qualità Office Manager*

### Novità del portafoglio

Come annunciato, entrambe le serie sono entrate nel listino della Borsa Valori irlandese (per vedere i prezzi, cliccare sul link: <http://www.ise.ie/app/showFund.asp?fundID=13284>).

Di conseguenza a partire da adesso le serie sono soggette alle normative del mercato. Un'implicazione pratica è che è entrato in vigore il tetto di investimento minimo di 100.000 € (uguale a quello applicato in passato, ma sul quale il consiglio di amministrazione del Fondo poteva fare eccezioni, mentre a partire da adesso è strettamente obbligatorio).

Abbiamo il piacere di annunciare la nuova incorporazione della sig.ra María Vázquez al team di Strategic Investment Advisors. María possiede una solidissima esperienza in tutte le funzioni di back-office, avendo lavorato per molti anni presso entità finanziarie come BSCH e JP Morgan a Ginevra rivestendo in posizioni di responsabilità. Siamo veramente lieti della sua decisione di collaborare con noi e siamo certi che la sua presenza contribuirà a garantire il rigore delle nostre operazioni, lasciandoci più tempo libero per concentrarci esclusivamente nella ricerca di buone società sottovalutate.

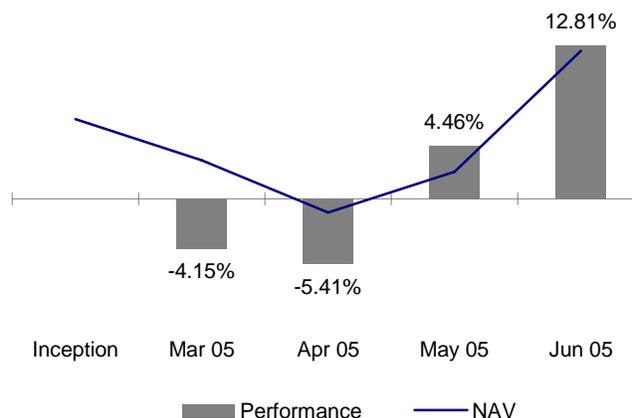
Due notizie meno importanti: stiamo procedendo al trasferimento della nostra sede sociale all'indirizzo 11 Cours de Rive, in Ginevra (ormai non riuscivamo più a entrare nei vecchi uffici); e la costituzione in Spagna di Strategic Investment Advisors, Sociedad Anónima, al fine di occuparsi dell'attività in quel paese. Nonostante il fatto che la Spagna non si possa considerare come il mercato principale, la verità è che la reputazione di Walter Scherk in quel paese rende quasi impossibile non riuscire a sviluppare un solido business. Abbiamo in programma di iniziare le operazioni a marzo del 2006, essenzialmente trattando gli stessi fondi su cui stiamo fornendo consulenza nell'attualità.

*Il Fondo GEVF è aumentato del 6,83% dall'inizio della sua operatività a marzo di quest'anno, anche se è stato caratterizzato da una forte volatilità.*

## Il Fondo Global Energy Value

Come gli investitori già sapranno, il 1° di marzo del 2005 abbiamo lanciato il Fondo Global Energy Value (GVEF). Dall'inizio della sua operatività, gli investitori continuano a leggere titoli di giornali annunciando l'impennata del prezzo del petrolio che raggiungerà i 100 \$ il barile... o che invece sta per crollare sotto il peso della speculazione sfrenata. Dal momento che la volatilità dei rendimenti potrebbe dare indicazioni in ambedue le direzioni, (vedasi il Grafico 3), noi riteniamo che sia particolarmente importante che gli investitori comprendano l'analisi fondamentale che sta dietro alla nostra convinzione che l'energia in generale, e il Fondo GEVF in particolare, costituiscono uno dei migliori investimenti disponibili al mondo in questo preciso momento, a prescindere da qualsiasi variazione a breve termine del prezzo del petrolio o delle azioni delle società petrolifere. Dal punto di vista dell'investitore, le società petrolifere possiedono due principali ragioni per risultare attrattive: non solo sono state massicciamente sottovalutate, ma l'analisi che conduce alla precedente conclusione è relativamente elementare. Di conseguenza abbiamo a disposizione dei rilevanti guadagni potenziali e chiaramente visibili, che rappresentano semplicemente qualcosa che non è si trova ovunque nei mercati al giorno d'oggi.

**Grafico 3:**  
Valore del Patrimonio Netto del Fondo GVEF per azione



Per chiarire l'argomento, dobbiamo analizzare basicamente due punti principali: come si prevede che sarà il futuro prezzo del petrolio o prezzo a termine; e come valorare una società petrolifera basandosi su tali previsioni del prezzo del crudo. Analizziamo la prima questione.

## Il prezzo del petrolio a termine

Come menzionato prima, non è raro leggere nella stampa economica dichiarazioni come: "il prezzo del petrolio attuale comporta un *terror premium* (premio paura) di 20 \$"; o "basandosi sui fondamentali, il prezzo *corretto* del petrolio oscilla tra i 25 e i 35 \$ al barile"; o ancora: "stiamo assistendo ad una bolla speculativa del petrolio"... ma parlano anche di "*superpicchi*" che spingeranno il prezzo del petrolio al di sopra dei 100 \$ il barile. Che significa tutto ciò? Chi avrà ragione?

*La maggior parte delle cose che si dicono circa l'evoluzione dei prezzi del petrolio sono completamente infondate*

Una prima caratteristica comune alla maggior parte di queste affermazioni, se non addirittura a tutte, è che sono completamente prive di fondamento e di riscontri: come fa la gente a stimare un "terror premium"? Come fa la gente sapere quale dovrebbe essere il prezzo "fondamentale" del petrolio? Vediamo se a partire da una teoria macroeconomica solida e i dati del mondo reale, possiamo stabilire una solida e rigorosa linea di riflessione che ci porti nella giusta direzione.

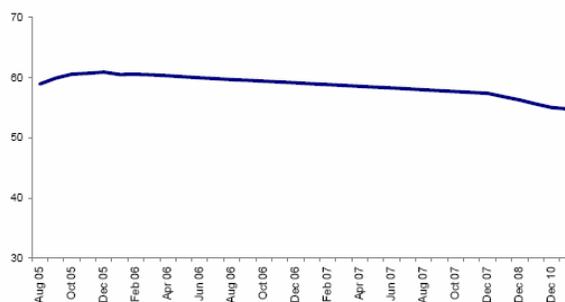
*I prezzi "a pronti" delle materie prime di cui non si possono costituire riserve raramente possono essere soggetti a speculazioni, in quanto determinati esclusivamente da domanda e offerta.*

In un mercato libero tutti i prezzi vengono determinati da domanda e offerta. Il prezzo di mercato è semplicemente quello che soddisfa la maggior parte dei consumatori e la maggior parte dei produttori, e i mercati graviteranno intorno a questo prezzo, più o meno rapidamente (a seconda di alcune caratteristiche specifiche del mercato di cui esamineremo alcune oltre).

Un punto che possiamo già anticipare, ma sul quale torneremo ad insistere, è che i prezzi "a pronti"<sup>1</sup> delle materie prime per le quali non si possono accumulare riserve normalmente non sono soggetti a speculazioni. Permetteteci di dare un esempio. Se si spargesse la voce che ci sarà un severo taglio della produzione di carta igienica nel giro di tre mesi, la maggior parte di noi reagirebbe comprandone più del normale per stare sicuri. Ciò naturalmente spingerà al rialzo il prezzo corrente della carta igienica, dato che la domanda sarà più forte, mentre l'offerta rimane la stessa. Ma se le voci di futura penuria riguardassero il pane fresco, non succedrebbe niente di particolare al suo prezzo attuale, dato che l'accumulo di scorte sarebbe inutile (per cui la domanda non verrebbe sparata verso l'alto).

Quando vediamo che questo petrolio si sta scambiando nel mercato a pronto a un qualsiasi prezzo, possiamo stare totalmente certi che si tratta del prezzo di mercato "corretto" (l'unico che compensa l'offerta reale e la domanda reale), dato che la capacità mondiale di costituire riserve di petrolio è assai ridotta se comparata con il suo consumo totale. Di conseguenza, non vi è speculazione sul prezzo a pronti. La speculazione può essere (e anzi *deve* esserci) sui prezzi a termine, perché rappresentano essenzialmente una scommessa su quale sarà il prezzo a pronti in futuro. È interessante notare che i prezzi attuali del petrolio sono essenzialmente uguali sia per le consegne tra 1 settimana che tra 3 anni.

**Grafico 4:**  
Prezzi del petrolio a termine (NYMEX), a metà luglio del 2005



<sup>1</sup> Un prezzo "a pronti" è il prezzo pagato in contanti per qualcosa che si acquista e si consegna immediatamente. Un prezzo "a termine" è un prezzo già stabilito che verrà pagato alla consegna della merce in un momento indeterminato del futuro, sia tra un mese o tra 5 anni.

Se il prezzo viene determinato dalla domanda e offerta, dobbiamo comprendere l'evoluzione di queste due forze per poter predire con una certa base di sicurezza l'evoluzione dei prezzi. Iniziamo dalla domanda.

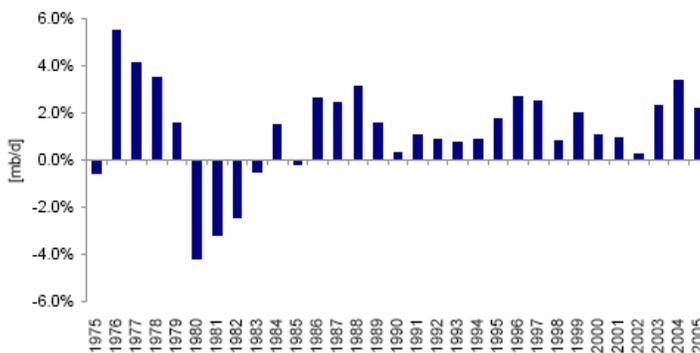
### La domanda di petrolio

D'accordo con l'AIE (Agenzia Internazionale per l'Energia), il consumo mondiale di petrolio nel 2005 raggiungerà la media di 84,3 milioni di bpd (barili al giorno). Si tratta di una media, e non di una cifra costante quotidiana, per due ragioni: la domanda è stagionale (più forte in estate e inverno, più debole in autunno e primavera nell'Emisfero nord); e sta crescendo. Il tasso futuro di crescita è naturalmente un dato sconosciuto, ma vediamo il tasso di crescita in passato:

**Grafico 5:**  
 Consumo mondiale di petrolio e tasso di crescita



Fonte: Agenzia Internazionale per l'Energia

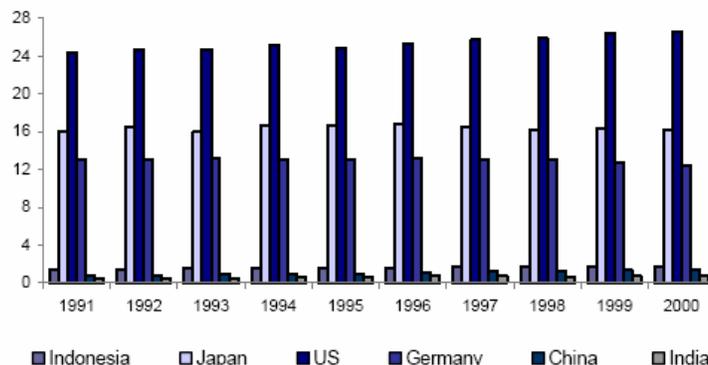


Fonte: Agenzia Internazionale per l'Energia e SIA

Come di potrà osservare, il consumo effettivamente è crollato solamente in coincidenza con periodi di estrema recessione. Nella maggior parte dei periodi del passato ha comunque continuato a crescere a dei tassi variabili.

Molto è dovuto all'accelerazione del tasso di crescita negli ultimi anni e allo sviluppo economico della Cina, è logico. La Cina è un enorme paese che sta passando per una fase di rapida crescita e partendo da un consumo di petrolio pro-capite estremamente basso (per certo, una riflessione simile va fatta anche per l'India), come mostrato nel grafico 6.

**Grafico 6**  
**Consumo di petrolio pro-capite in vari paesi incluso Cina e India**



Ma va notato comunque che la maggiore quantità in assoluto di nuova domanda continua a provenire dagli USA, che divorano l'equivalente a più di un trimestre di tutta la produzione mondiale.

*È difficile immaginare un'economia mondiale in crescita che non comporti un forte sviluppo della domanda di petrolio.*

E allora, come evolverà la domanda? Noi riteniamo che vi siano robuste ragioni per credere che continuerà a crescere. Il consumo mondiale di petrolio si è impennato dai 10 milioni di barili al giorno nel 1950 a 50 milioni di barili al giorno nel 1970 (il che significa ad un tasso di crescita annuale composto pari all'8,38%), solo perché la classe media occidentale (500 milioni di persone) comprava un'auto. Ebbene, la vendita di auto è aumentata del 24% in Cina l'ultimo maggio rispetto all'anno precedente, e del 20% in India. È chiaro che con i suoi alti e bassi, centinaia di milioni di esseri umani cercheranno di usufruire delle comodità basiche (guidare un'auto, l'aria condizionata) che noi in Occidente diamo per scontate. Ciò rappresenterà un'enorme quantità di domanda. Naturalmente potrebbero aprirsi dei periodi di recessione lungo il cammino, ma la tendenza globale è evidente. È importante sottolineare tuttavia che la Cina sta crescendo più lentamente di quanto lo avevano fatto prima Giappone, Corea e Taiwan quando stavano attraversando la stessa fase di sviluppo della Cina di adesso. Il Giappone passò per un periodo continuativo di 40 anni di crescita senza una recessione.

Cosa significa tutto ciò? Che in un mondo in cui la popolazione sta aumentando, la cui economia sta crescendo, e che anela alle comodità che fornisce l'energia elettrica (ed i fertilizzanti, da non dimenticare, perché un maggior numero di persone necessiteranno sicuramente maggior cibo) la domanda di petrolio può solo continuare a crescere. Se ciò avverrà ad un ritmo dell'1,5% o del 3%, noi lo ignoriamo (va ricordato che era superiore all'8% negli anni '50 e '60). Ma possiamo essere piuttosto fiduciosi che la domanda nel medio termine crescerà in modo significativo.

### L'offerta di petrolio

Passiamo ad esaminare l'offerta. Il mondo produce circa 84,3 milioni di bpd di petrolio: una quantità approssimativamente uguale a quella che consuma dato che, come ricorderete, non vi è molta capacità di ammassare riserve. Questo è il livello che, data la domanda attuale, produce il prezzo effettivo. Ma potrebbe essere più basso, come indicato da molti analisti? Per dare una risposta ragionevole a ciò, dovrete sorbirvi un paio di paragrafi di teoria microeconomica.

In un mercato concorrenziale, il prezzo di una materia prima è pari al costo marginale del produttore marginale. In parole semplici: il prezzo è determinato da quanto costa il barile al produttore che presenta i costi di più alti per produrre un barile extra. Se il prezzo scende al di sotto di questo livello, il produttore non produce per nessuno, perché a nessuno piace perdere denaro, e il prezzo aumenta. A breve termine, il prezzo che ci interessa è il "costo cash" marginale: ossia quanto costa in termini puramente variabili estrarre un barile in più di petrolio da un pozzo che esiste già. A medio termine, il prezzo deve essere visto anche per coprire il costo per costruire il pozzo, altrimenti nessuno lo farebbe gratis (e dato che i pozzi si esauriscono in fretta, la produzione cadrebbe).

Se un produttore a bassi costi (per esempio l'Arabia Saudita), è in possesso di capacità sufficiente per soddisfare la domanda mondiale, allora il prezzo è basso, e tutti gli altri competitori dovranno chiudere. Ma quel produttore potrebbe decidere di non soddisfare tutta la domanda mondiale, e costituire delle riserve per il futuro. Allora il prezzo verrebbe fissato dal successivo produttore più caro. Naturalmente, anche questo potrebbe decidere di fare lo stesso, e il prezzo continuerebbe a salire fino a che non diventa così caro che qualcuno potrebbe iniziare a pensare che visto il prezzo attuale, potrebbero benissimo produrre di più (è meglio un uovo oggi che una gallina domani), e il prezzo trova infine un equilibrio, più o meno stabile.

In questo senso, il prezzo potrebbe essere più alto di quanto potrebbe predire la teoria pura, perché alcuni produttori di basso costo potrebbero limitare la produzione, permettendo di conseguenza ai produttori ad alto costo di stabilire il prezzo. Questo è esattamente quello che l'OPEC ha cercato di fare, con più o meno successo, nel corso degli ultimi 30 anni.

*Il mondo ha esaurito la capacità di riserva perché la domanda è cresciuta e non sono stati realizzati investimenti sufficienti, Precisamente a causa dei prezzi troppo bassi in passato. Sono necessari molti anni per rilanciare la produzione.*

Le implicazioni sono assai importanti: se l'OPEC (basicamente, l'Arabia Saudita) possedesse capacità extra a basso costo, il prezzo del petrolio potrebbe facilmente ribassarsi grazie all'incremento di produzione. Ma siccome si verifica il caso contrario, allora l'OPEC è completamente irrilevante: ognuno produce quanto più possibile, e il prezzo viene fissato dal costo marginale dell'ultimo produttore efficiente. Vi sono tutti motivi per credere che si tratti della situazione reale al giorno d'oggi: dopo anni passati mantenendo le capacità di riserva, la crescita della domanda ha definitivamente assorbito tutta la capacità, e Arabia Saudita semplicemente non è in grado di produrre altro petrolio. La maggior parte delle persone non sa che si opina che Arabia Saudita potrebbe star producendo in questo preciso momento meno petrolio di quanto ne produceva l'anno passato (torneremo ad esaminare questo punto).

In queste circostanze, quando la domanda è pronta per assorbire tutta la produzione disponibile sul breve termine, inizia una vendita all'asta, in cui i compratori spingono verso l'alto il prezzo del petrolio fino al punto in cui alcuni compratori potenziali desistono. Al giorno d'oggi vi è un grande interesse per comprare 84 milioni di barili al giorno ad un prezzo superiore ai 55 \$, ed è ciò che determina il prezzo.

Il mondo ha esaurito la capacità di riserva per due ragioni: la crescita della domanda, già esaminata, e l'"esaurimento" dei pozzi, un fattore molto più importante e poco analizzato.

Tutti i giacimenti petroliferi sono ovviamente limitati. Ad un certo punto che dipende da quanto grande è il giacimento, da quanto rapidamente sia stato estratto il petrolio, e dalle sue caratteristiche geologiche, tutti i pozzi di petrolio iniziano a produrre meno che in passato. Nella maggior parte dei casi, il declino è lento, una piccola quantità di punti percentuali l'anno. In altri casi è netto, fino al 10% di produzione in meno l'anno (questo è il tasso attuale di esaurimento dei giacimenti del Mare del Nord). In questo caso, il giacimento viene abbandonato per qualche anno. Questo fenomeno si sta verificando tutti i giorni, dal primo giorno in cui si iniziò ad estrarre il petrolio, ma è stato compensato da nuove scoperte e l'incremento della produzione dei giacimenti in funzionamento.

*Un fattore chiave determinante è l'"esaurimento" dell'offerta, ossia il tasso a cui diminuisce ogni anno la produzione dei giacimenti di petrolio più vecchi.*

D'accordo con l'Agenzia Internazionale per l'Energia, l'esaurimento dei pozzi mondiale si situa intorno al 5% l'anno. Ciò significa che per restare invariato, la produzione dovrebbe crescere del 5% ogni anno (che tradotto ai tassi correnti significa più di 4 milioni di bpd, praticamente tutta la produzione massima dell'intero Iraq). È importante notare che negli ultimi due anni molti paesi produttori di petrolio, come Norvegia, Regno Unito, Australia e forse anche Russia, hanno superato il loro picco (stanno producendo ogni anno meno petrolio); e che vari paesi esportatori sono diventati importatori (Come Indonesia, Australia o Regno Unito).

*Si tratta di un problema piuttosto serio, anche spesso trascurato.*

Naturalmente, in tutto il mondo si sta cercando di aumentare la produzione: la maggior parte delle società petrolifere ha programmi di espansione in corso per espandere lo sfruttamento dei giacimenti attuali già funzionanti o di aprirne di nuovi. Ma questi lavori richiedono molto tempo, in generale fino a 5 anni, salvo per le operazioni più semplici dirette ad eliminare le strozzature della produzione. Ciò significa che adesso possiamo sapere quanto petrolio può venire prodotto nei prossimi 5 anni: la produzione attuale, più tutte le nuove operazioni avviate, meno l'esaurimento. In caso di nuove grandi scoperte (cosa che non si è verificata da oltre 30 anni, ma che potrebbe anche succedere) queste non affetterebbero comunque la situazione della domanda e offerta per almeno altri 5 anni, che rappresenta il tempo minimo che ci vorrebbe per portare quel petrolio nel mercato (in realtà sarebbe un periodo di tempo anche superiore, dato che le scoperte vengono fatte solo in posti assai difficilmente accessibili e agibili, che sono gli ultimi ad essere esplorati).

La tabella 1 riassume queste cifre, e ci offre un'indicazione della produzione massima mondiale per i prossimi anni. Iniziamo con la capacità attuale, sommiamo le nuove operazioni programmate e sottraiamo l'esaurimento. Abbiamo truccato intenzionalmente questa tabella: le addizioni previste sono inferiori e l'esaurimento è probabilmente molto più alto. La nostra intenzione è quella di mostrarci molto cauti nelle stime del prezzo a termine del petrolio, per cui siamo partiti da dei presupposti ottimistici circa l'offerta.

**Tabella 1:**  
**Produzione massima possibile per i prossimi 5 anni.**

[Milioni di barili / giorno]	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Produzione anno precedente	82.5	85.0	85.5	85.9	86.3	86.7
Capacità delle riserve	1.5	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0
Incremento produzione	3.5	2.0	2.5	3.0	3.0	3.0
Esaurimento dei pozzi	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
Capacità totale	85.0	85.5	85.9	86.3	86.7	87.1

Fonte: Agenzia Internazionale per l'Energia, CIBC e SIA

Adesso dobbiamo comparare questa offerta con la possibile domanda. Naturalmente la domanda non può essere superiore all'offerta: non possiamo consumare più di quello non produciamo (ricordatevi che non esistono riserve significative). Per cui se la domanda ha una "tendenza naturale" alla crescita (per tutti gli sviluppi economici che abbiamo esaminato prima) al di sopra dell'offerta, allora il prezzo dovrà raggiungere dei livelli più alti per "restringere" questa domanda. Ma quanto più alti?

Questo è l'ultimo assaggio di teoria economica necessario per chiudere la nostra analisi: l'elasticità della domanda. Nella maggior parte dei casi, quando il prezzo di una materia prima aumenta, la relativa domanda cade (e viceversa). Ma le proporzioni di questa caduta possono variare. La domanda di farmaci salvavita è piuttosto rigida: non varia in base al prezzo, almeno non tanto. Le persone continueranno a comprare farmaci letteralmente a qualsiasi prezzo, anche se li possono sostenere a malapena. Al contrario, anche se il loro prezzo scende, non li compreranno più persone se non li necessitano. Dall'altra parte, la domanda di mele è elastica: se il prezzo delle mele aumenta, la gente passa a comprare pere o qualsiasi altro tipo di frutta.

*La domanda di petrolio è rigida rispetto al prezzo sul breve periodo: le persone hanno bisogno di energia, anche se il suo prezzo aumenta.*

Quando la domanda è elastica, una piccola modifica dei prezzi fa cambiare rapidamente le abitudini di acquisto delle persone. Quando è rigida, le persone continuano a domandare le stesse quantità, in relazione con il prezzo. Ciò significa che se la domanda dovesse restringersi (o aumentare), il prezzo di dovrebbe muoversi di molto. Questo vale anche per il petrolio.

D'accordo con il Dipartimento USA dell'Energia, la domanda di petrolio ha un'elasticità globale pari a 0,2. Ciò significa che un aumento dei prezzi del 10% comporta solo un decremento del 2% della domanda. Naturalmente, questo può variare a seconda dei prodotti (per esempio la domanda di carburanti per la produzione energetica è più elastica, perché l'elettricità può essere prodotta gas naturale invece che con benzina, per cui non vi è un sostituto a breve termine). Naturalmente stiamo parlando dell'elasticità a breve medio termine: se i prezzi sono molto alti o molto bassi per un periodo di tempo maggiore, le persone cambieranno le loro auto e gli impianti di riscaldamento nelle loro case, ma questi cambiamenti necessiteranno un lungo periodo di tempo per produrre un impatto sulla domanda globale.

Adesso disponiamo quindi di tutti gli elementi necessari per effettuare una stima di dove potrà arrivare il prezzo del petrolio nei prossimi anni. La Tabella 2 mostra i seguenti calcoli: si prende l'offerta massima possibile, si stimano vari livelli domanda, si vede se vi è una "domanda in eccesso" e quindi, usando l'elasticità stimata, si calcola quanto alto dovrà essere il prezzo del petrolio per fare in modo che la domanda si adegui all'interno dell'offerta disponibile. Per i nostri calcoli, si parte da un prezzo di compensazione di mercato di 55 \$ (in realtà si approssima già ai 60 \$ nel momento in cui vi scriviamo).

**Tabella 2:**  
**Proiezioni del prezzo del petrolio, tenuto conto di domanda e offerta.**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Crescita della domanda annuale</b>						
1.5%	84.5	85.8	87.1	88.4	89.7	91.0
2.0%	84.5	86.2	87.9	89.7	91.5	93.3
2.5%	84.5	86.6	88.8	91.0	93.3	95.6
<b>Eccesso di domanda (comparato con la capacità totale della Tabella 1)</b>						
1.5%	-0.5	0.3	1.1	2.0	2.9	3.9
2.0%	-0.5	0.7	2.0	3.3	4.7	6.2
2.5%	-0.5	1.1	2.9	4.7	6.5	8.5
<b>Prezzo necessario per bilanciare offerta e domanda (elasticità = 0,2)</b>						
1.5%	55.00	55.94	58.61	61.31	64.02	66.75
2.0%	55.00	57.28	61.27	65.24	69.20	73.14
2.5%	55.00	58.61	63.88	69.10	74.25	79.34

*Anche se non possiamo prevedere i prezzi del petrolio anno per anno (e molto meno trimestre per trimestre), possiamo comprendere che resteranno a livelli attuali per un lungo periodo di tempo, con forte rischio upside, anche se sono comunque possibili pure dei ribassi a breve termine.*

Ovviamente questi risultati sono delle stime. Nessuno può sapere con certezza quale sarà il prezzo del petrolio, e certamente subirà delle fluttuazioni, per questo tutte le cifre chiave (produzioni, addizioni, esaurimento, crescita della domanda ed elasticità della domanda) sono solo delle approssimazioni. Questi prezzi stimati potranno forse registrarsi con uno o due anni di anticipo o di ritardo rispetto al previsto.

La tabella di conseguenza non è una previsione anno per anno di quale sarà il prezzo del petrolio, ma semplicemente una stima di dove si potrà ottenere l'equilibrio tra domanda e offerta. Probabilmente si verificheranno delle oscillazioni incontrollate, perché quando le riserve sono scarse o assenti e si verifica qualche evento improvviso, ciò provoca una diffusione del panico a breve termine. Ma fatto ancor più evidente: per provocare una significativa caduta del prezzo del petrolio al di sotto del livello attuale e per un periodo di tempo altrettanto significativo, si deve verificare uno dei due eventi: o si scoprono immensi giacimenti di petrolio immediatamente estraibile a basso costo; o la domanda crolla in modo permanente, e questo a causa di una lunghissima e profondissima recessione a livello mondiale, o perché viene scoperta una nuova tecnologia che permetta di sostituire immediatamente il petrolio con un altro tipo di carburante. In mancanza di questi eventi, è veramente difficile immaginare come possa scendere il prezzo del petrolio dal suo livello attuale. Al contrario è facilissimo immaginare come potrebbe invece salire anche più in alto: un incidente che affetti la capacità di produzione, o un tasso di esaurimento più rapido di quello previsto. E vi sono valide ragioni per non scartare nessuna di queste due possibilità.

Un'ultima questione: e per quanto riguarda l'elasticità dell'offerta? Se il prezzo del petrolio aumenta, aumentano pure gli incentivi per produrlo. Ed è esattamente ciò che sta succedendo: il Fondo GEV ha investito fortemente in Canada nel settore delle sabbie bituminose, un metodo di produzione del petrolio più caro il cui costo può essere giustificato solo con un prezzo del petrolio superiore ai 25 \$ al barile. Siccome sta diventando evidente che i prezzi resteranno al di sopra di quel livello, le società stanno iniziando a impegnare i vari miliardi di dollari necessari per estrarre il petrolio in questo modo. Oltre ad una maggior

offerta, gli alti prezzi possono pure spingere al ricorso a sostituti del petrolio, tali come carbone liquefatto, energia eolica, o qualsiasi altro tipo di nuova tecnologia che possa essere inventata (per non menzionare un forte ritorno all'energia nucleare). Il mondo non ha esaurito il petrolio. Il mondo ha esaurito il petrolio a basso prezzo. Si stima che il Canada possieda grazie alle sabbie bituminose molto più petrolio di quanto ne possa sommare tutto il resto del mondo... eccetto per le sabbie bituminose del Venezuela, che contengono tanto petrolio quanto il Canada. Ma questo petrolio ha dei costi di estrazione molto cari e ci vorrà tempo perché possa determinare qualche correzione sull'offerta mondiale. Il mondo non resterà senza energia, ma nel corso dei prossimi anni vedremo sorgere delle grandi tensioni, dato che l'influsso delle nuove produzioni e dei sostituti richiederanno dei tempi lunghi, mentre tutti solo due anni fa pensavano (e molti ancora lo pensano al giorno d'oggi) che il prezzo del petrolio tornerà indietro a quota 25 \$, ed ogni nuovo progetto pertanto si rivelerebbe rovinoso. Il mondo non è assolutamente preparato per una situazione in cui la produzione del petrolio crescerà meno della domanda.

Se accettiamo di conseguenza che il prezzo del petrolio nella migliore delle ipotesi resterà in un prossimo futuro più o meno pari al livello attuale, possiamo allora iniziare ad effettuare una valutazione delle società petrolifere.

### **Valorazione di una società petrolifera**

Una società petrolifera ha due attività relazionate con il petrolio, oltre una terza, a volte, non direttamente relazionata. Le prime due sono lo sfruttamento delle sue riserve e la capacità di trovare più petrolio. La terza attività, per le cosiddette società "integrate", è costituita dall'insieme delle operazioni di trasporto, raffinazione e vendita al pubblico. La profittabilità di questa ultima serie di attività non è affatto compromessa dal livello dei prezzi del petrolio, che per loro rappresenta semplicemente un "materiale grezzo".

*Il nostro esclusivo metodo di valutazione basato sulla ricerca mette in risalto le riserve rispetto ai flussi di cassa correnti.*

Valutare le riserve non è molto difficile; le società hanno l'obbligo di dichiarare quanto petrolio possiedono, ed è sufficiente moltiplicare questo numero per il prezzo previsto del petrolio, meno i costi di estrazione ("lifting"), lungo il periodo che sarà necessario per esaurire le loro riserve. Naturalmente, nel mondo reale la stima delle riserve è un po' più un'arte che una scienza, ma nonostante tutto siamo in grado di ottenere delle stime ragionevoli.

Valutare le attività di esplorazione petrolifera è molto più complicato, dato che non possiamo conoscere quanto petrolio potrà scoprire la società in futuro. La verità è che per la maggior parte delle società, la quantità di petrolio che hanno scoperto negli ultimissimi anni è diminuita, in alcuni casi anche drasticamente (alcune delle "majors" stanno attualmente scoprendo ogni anno una quantità di petrolio inferiore addirittura alla metà di quello che stanno producendo). Ovviamente il valore di un'unità di esplorazione che non trova petrolio è negativo, perché costa un sacco di soldi continuare a cercarlo. Per queste ragioni, noi assegniamo un valore assai prudente alle attività di esplorazione, dando la preferenza alle società con alti livelli di riserve accertate.

Seguendo questo approccio, abbiamo proceduto all'acquisto di un gran numero di società petrolifere, e alla stima di un "Valore del Patrimonio Netto corrente" per ognuna di esse in base a vari livelli previsti di

prezzi del petrolio. Questo valore rappresenta il valore delle loro riserve (tenendo in conto il tipo di petrolio che possiedono, i loro costi di estrazione, il ritmo di estrazione, ecc.), oltre una certa quota di valore per loro attività di esplorazione, meno il debito finanziario che hanno contratto. Quindi si procede a comparare tale valore con il valore di mercato della società, e si determina se la società è sopravvalutata, sottovalutata o a "prezzo equo".

In base ai nostri calcoli, la maggior parte delle società risulterebbe ad un "prezzo equo" se il prezzo del petrolio non andasse mai al di sopra (o al di sotto) dei 35 \$. "Valore equo" significa che un investimento nella società genererà un rendimento del 10% annuo, lungo tutto l'arco della durata dell'investimento. Se si prende per i nostri calcoli un prezzo costante di 55 \$, molte delle società che abbiamo selezionato valgono in realtà almeno due volte tanto il loro prezzo attuale, anche senza tenere in conto l'inflazione o eventuali sviluppi futuri. Ed alcune di queste società possiedono riserve sufficienti per più di 40 anni. Tutti gli argomenti esaminati sopra ci conducono a pensare che sarà estremamente improbabile che il prezzo del petrolio resti al di sotto dei 40 \$ nei prossimi 40 anni (è già salito a 60 \$), e che pertanto in queste società si trova un enorme quantità di valore.

Noi riteniamo che il Fondo GEVF è un'ottima maniera per sfruttare questo valore, perché ci concentriamo sulla vita delle riserve e la produzione futura, più che sui rendimenti o il flusso di cassa per l'anno in corso. Noi investiamo in società che solo adesso iniziano ad essere riconosciute dal mercato, ed enormemente sottovalutate. Noi crediamo che si tratti di un investimento con un enorme "margine di sicurezza" (anche con un prezzo del petrolio a 40 \$, sarebbero comunque società redditizie) e con un enorme "upside" o possibilità di rialzo indipendente dal mercato (infatti possono facilmente raddoppiare il prezzo delle loro azioni nei prossimi anni). Inoltre, forniscono un'ottima "copertura" per qualunque classe di portafoglio: se i prezzi del petrolio aumentano troppo, gli altri settori infatti se ne risentiranno.

Noi continuiamo a monitorare il nostro portafoglio, raffinando le nostre analisi, ed aggiustiamo le nostre posizioni di conseguenza. Alcune delle nostre società hanno subito forti rialzi in questo settore durante l'anno (in certi casi in misura persino superiore al 50%), ma il fatto è che contengono ancor più valore di prima, dato che gli eventuali rialzi non riflettono fedelmente la crescita del prezzo del petrolio, che noi riteniamo essere più o meno sostenibile, come analizzato sopra.

*Il fondo GEVF  
dimostrerà di essere  
un investimento a  
lungo termine  
altamente redditizio  
anche se volatile.*

Ma rappresentano comunque degli investimenti volatili: siccome si tratta di un solo fondo che concentrato in un solo settore, non vi potrà pertanto essere un effetto "smoothing" di diversificazione dei risultati, come succede in generale per fondi come il nostro Fondo LTIF. Di conseguenza non ci sarà da sorprendersi se il Valore del Patrimonio Netto del fondo diminuirà di vari punti percentuali nell'arco di uno o più mesi (come è già successo a marzo-aprile di quest'anno), né potremo aspettarci un incremento mensile costante del 12,81%, come lo scorso giugno (e forse tale volatilità dovrebbe essere ben accolta dagli investitori, dato che non ha nessuna relazione, o addirittura una relazione negativa, rispetto alla maggior parte degli altri investimenti). Ma gli investitori devono sapere che, fintanto che i prezzi a termine di lunga scadenza (petrolio alla consegna tra 5 anni) restino ben al di sopra dei 40 \$ (al giorno d'oggi si attestano a più di 55 \$), il Fondo GEVF si rivelerà più che mai uno dei loro migliori investimenti.

### **Avviso Legale**

La distribuzione del Fondo LTIF (serie A e B) è stata autorizzata in Irlanda diretta esclusivamente a investitori qualificati, ma non è stato registrato per la distribuzione al pubblico in Svizzera, Unione Europea o Stati Uniti. Il Fondo Global Energy Value non è stato autorizzato in alcun paese al di fuori delle Isole Vergini britanniche. 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.