

Grafico 1
LTIF – Classic EUR

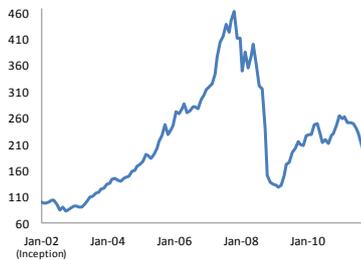


Grafico 2
LTIF – Classic II EUR



Grafico 3
LTIF – Alpha EUR

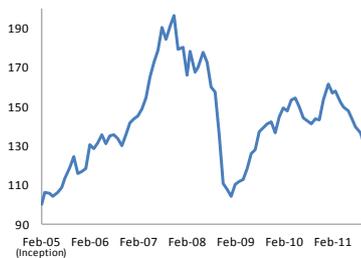
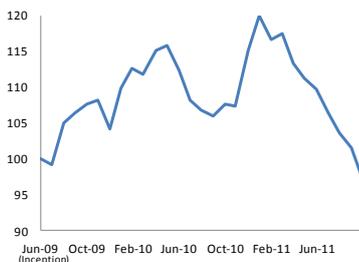


Grafico 4
LTIF – Alpha II EUR



Long Term Investment Fund

I Grafici da 1 a 7 e la Tabella 1 mostrano l'evoluzione del Valore Patrimoniale Netto dei nostri fondi negli ultimi tempi. Nel corso del presente Bollettino analizzeremo nei dettagli l'evoluzione di ciascun Fondo e quali siano le nostre aspettative. Ma innanzitutto desideriamo rivedere alcune idee sui dividendi liquidi e presentarvi il nostro nuovo fondo, Long-Term Investment Fund – Stability Income Plus.

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

Settembre 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [EUR]	190.66	-27.84%	-15.83%	6.84%	248.04 *
LTIF Classic II [EUR]	100.31	-27.82%	-16.61%	0.13%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [EUR]	130.45	-19.22%	-9.11%	4.07%	39.2 **
LTIF Alpha II [EUR]	96.89	-19.20%	-9.97%	-1.34%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [EUR] (ex Global Energy Value Fund)	85.29	-43.08%	-26.80%	-2.39%	50.38
LTIF Emerging Market Value [EUR]	67.85	-31.97%	-	-	3.15
LTIF Stability Series [CHF] ***	176.30	-15.93%	-11.27%	2.16%	24.30
*** Rendimento tot. (incl. dividendo)	4.89	-13.92%			
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	2'812.67	-12.37%	-2.61%	-0.81% ****	**** data di lancio di Classic

La storiella delle sardine

Un vecchio aneddoto sugli investimenti: c'era una volta una determinata marca di sardine in scatola d'alta qualità, che era diventata difficile da reperire perché la fabbrica non poteva trovare sufficiente pesce della qualità desiderata. La scarsità ne aumentò i prezzi: gli appassionati di sardine iniziarono a spingere il prezzo delle sempre più rare scatolette. Dato che le scatolette si conservavano per molto tempo, alcune persone iniziarono a rivendere le loro per approfittare gli aumenti di prezzo. Presto, anche le persone che non mangiavano le sardine si resero conto che un po' di speculazione avrebbe reso dei buoni profitti. Alla fine, il prezzo era salito troppo oltre a quello che ogni ragionevole mangiatore di sardine era disposto a pagare, ma ormai non importava più, perché le sardine venivano comprate soprattutto come veicolo di trading.

Un bel giorno, un ricco signore decise di stupire la propria famiglia, tutta di ferventi appassionati di sardine, aprendo una scatoletta di questa marca carissima. Tutti osservavano trepidanti mentre apriva il coperchio. Ma tra la costernazione generale dei presenti, le sardine erano andate a male. Arrabbiatissimo, il signore chiamò la persona che gli aveva venduto le sardine, esigendogli delle scuse e la restituzione del denaro. La risposta del venditore stupefatto fu: "Che cosa ha fatto? Ha aperto la scatoletta? Ma quelle sardine sono da vendere, non da mangiare!" Solo pochi mesi

Grafico 5
LTIF – Natural Resources EUR



Grafico 6
LTIF – Emerging Market Value

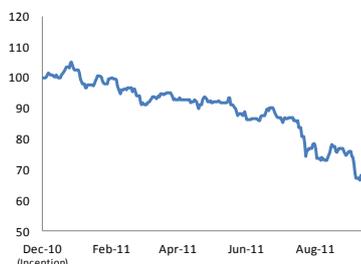
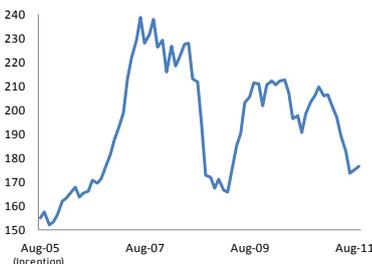


Grafico 7
LTIF – Stability CHF (without dividends)



fa, due casse di Domaine de la Romanée-Conti del 1988, un rinomatissimo vino di Borgogna, sono state vendute a Hong Kong per 107.000 USD ognuna. Il Borgogna però tende a invecchiare bene e se conservato correttamente si può consumare dopo parecchio tempo.

Tra il 1983 e il 1999, l'indice azionario S&P 500 aveva reso un 18% annuallizzato, moltiplicando il suo valore per 10. Il suo prezzo divenne negativo solo in due occasioni (nel 1990 e nel 1994, del 6,5% e l'1,5% rispettivamente), facendo così la fortuna di un'intera generazione di investitori azionari. Gli investitori, abituati a tali rendimenti annui, si interessavano sempre meno dell'effettiva utilità degli attivi negoziati (quanto sono buone quelle sardine?) concentrandosi solo sulla rivalutazione dei prezzi. Ma un attivo deve avere un'utilità per qualcuno che ne giustifichi il prezzo. Nel caso di azioni di una società, sono utili perché rappresentano la partecipazione in un'impresa che (a un certo punto) guadagna denaro e lo distribuisce tra gli azionisti. Al contrario sarebbe solo un gioco allo scaricabarile. Con i prezzi delle azioni aumentando più di un 15% l'anno durante tutto il periodo di cui sopra, gli investitori avevano imparato a dimenticare dei dividendi (e di nuovo, se fossero buone quelle sardine), che durante quel periodo raggiungevano una media del 2% annuo, per scendere all'1% nel 1999. Un errore colossale: le sardine non importavano più.

Oggi, dopo 11 anni di scarse performance dei prezzi delle azioni e forti incrementi dei profitti, le società pagano in media un 4% sul prezzo delle loro azioni in dividendi. Si tratta di un rendimento attraente in un mondo di bassissimi tassi di interesse, come analizzeremo tra poco. Ma anche questo guadagno si perde facilmente tra gli enormi movimenti dei prezzi delle azioni cui stiamo assistendo. Quest'estate, i prezzi delle azioni della maggior parte di società hanno sofferto in pochi giorni oscillazioni assai superiori al loro dividend yield (rapporto dividendo prezzo) totale annuo. È quindi facilissimo dimenticare dei dividendi: a chi importa un rendimento del 4% annuo se le azioni sottostanti cadono del 10% solo ad agosto, o aumentano altrettanto dopo pochi mesi? Gli investitori ossessionati dai movimenti dei prezzi delle azioni, si dimenticano i dividendi.

Ma i rendimenti azionari sono composti di due elementi: i dividendi ricevuti più la rivalutazione del prezzo delle azioni. A lungo termine, i pagamenti di dividendi si dimostrano un elemento essenziale nei rendimenti azionari. Se aggiustati all'inflazione, i dividendi di solito superano più del 50% i rendimenti a lungo termine dei mercati azionari, mentre gli aumenti di prezzo delle azioni sono solo la parte restante. A breve termine, i movimenti dei prezzi sono così violenti e imprevedibili, che le oscillazioni al rialzo e al ribasso si cancellano a vicenda a lungo termine. Ma i dividendi, come vedremo oltre, sono costanti e relativamente facili da prevedere. Sono quindi un ottimo strumento su cui poggiare una filosofia d'investimento. E alla fine della giornata, uno deve pur mangiare...

There is an old investment joke: Some time ago, a specific brand of high quality canned sardines became increasingly scarce because the factory

could not find enough fish of the desired quality. Scarcity led to price increases: Sardine lovers started bidding up the price of the diminishing amount of cans. Since cans last a long time, some people started reselling theirs to profit from the price increases. Soon, non-sardine eaters realized that a bit of speculation could yield nice profits. Eventually, the price went well above what any reasonable sardine-eater would pay, but that didn't matter, for the sardines were mostly being bought as a trading vehicle.

One day, a wealthy man decided to impress his family, all fervent sardine lovers, by opening a can of the very expensive brand. Everyone watched in trepidation as the lid was lifted. To everybody's dismay, the sardines turned out to have gone bad. Very angry, the man called the person who'd sold him the sardines, asking for an apology and his money back. The astonished seller's reply was, "What, you opened the can? But... those sardines are for investing, not for eating!" (Similarly, two cases of 1988 DRC Romanée-Conti, a top Bourgogne wine, were sold a few months ago for \$107,000 each in Hong Kong. Bourgogne wine tends to age well, though. If well kept, it shouldn't go bad for quite some time).

La natura dei dividendi

I dividendi sono innanzitutto denaro liquido (non consideriamo dividendi quelli "pagati" con emissione di nuove azioni, perché privi di qualunque valore economico: ossia uno possiede un 4% in più di azioni, ognuna delle quali vale ora esattamente un 4% meno). Gli investitori possono quindi spenderli o reinvestirli in qualsiasi cosa credano utile, senza diminuire il valore reale del loro investimento originale. I dividendi sono distribuiti sugli utili e, salvo rare eccezioni, rappresentano "l'eccesso di liquidità", ossia il denaro guadagnato dalla società e non necessario per garantirne la stabilità e la crescita. I dividendi sono quindi profitti reali. Crescono con il tempo a un tasso superiore all'inflazione, di conseguenza non solo non risentono dell'inflazione, ma crescono realmente in termini reali. E crescono in modo prevedibile: sempre con rare eccezioni, crescono ogni anno quasi allo stesso tasso dell'economia globale. Il Grafico 8 mostra i dividendi pagati da società dell'indice S&P 500 negli ultimi 50 anni. L'unica caduta degna di nota nel 2009 era avvenuta per la crisi del settore bancario, storicamente un grande pagatore di dividendi. La maggioranza delle altre società invece non ha avuto problemi, come mostra il Grafico 9 per un gruppo rappresentativo dei nostri investimenti. Nei due i grafici abbiamo aggiunto l'evoluzione dei prezzi delle azioni. È ovvio che i dividendi sono molto più stabili rispetto ai prezzi delle azioni.

Grafico 8: Evoluzione indice e dividendi pagati da società dello S&P 500 in USD dal 1960 al 2011 (stima).

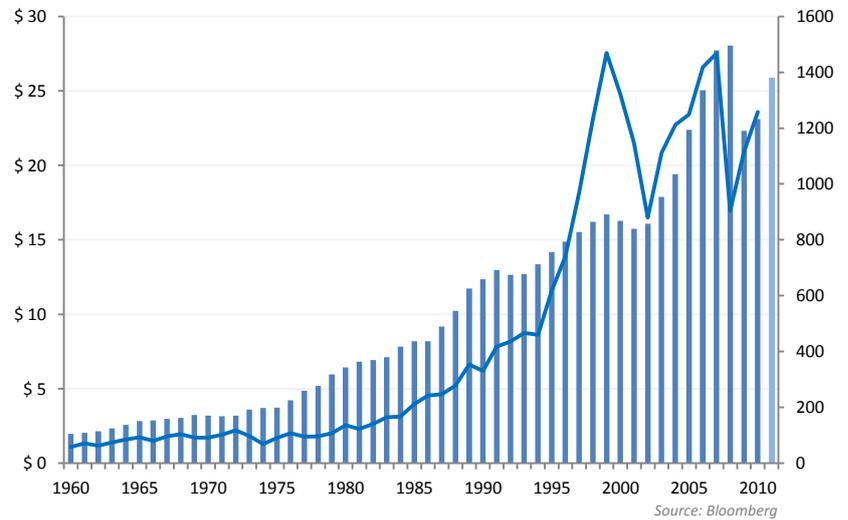
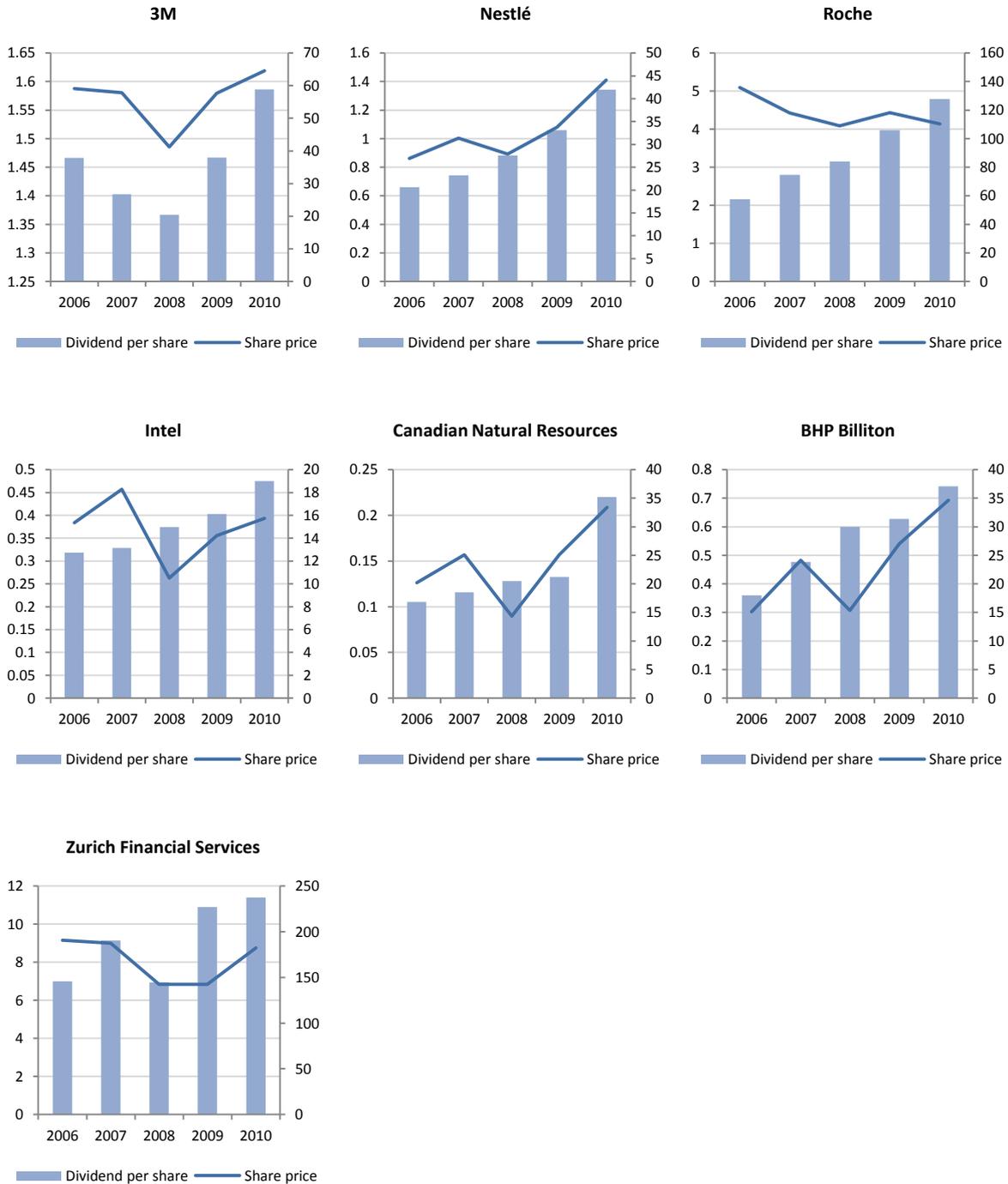


Grafico 9: Dividendi per azione pagati da 3M, Nestlé, Roche, Intel, CNQ, BHP Billiton, Zurich Financial in Euro negli ultimi 5 anni.



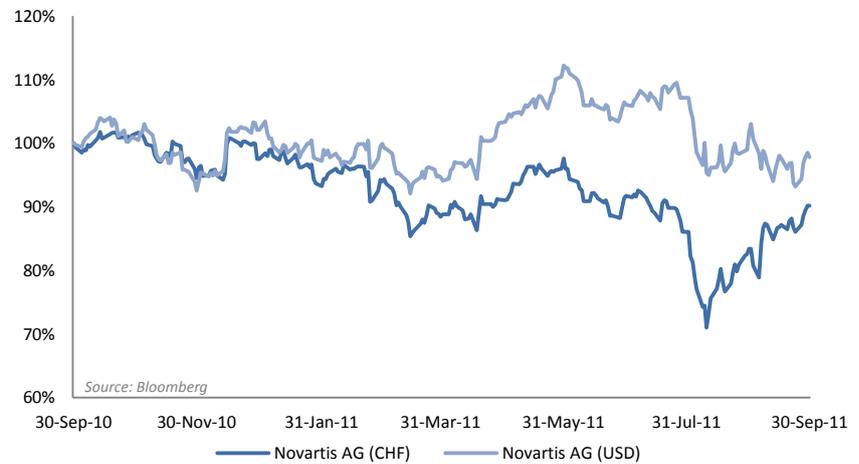
La conseguenza di ciò per un investitore è importante: ***una persona che possieda un buon portafoglio di azioni e spenda quanto gli è stato pagato in dividendi, diventerà più ricca anno dopo anno in termini reali a prescindere da come si comporti il prezzo delle azioni del suo portafoglio e dell'inflazione.*** Se le azioni sono ben scelte e diversificate, questa tesi si può ampliare sostenendo che a lungo termine tale portafoglio sarà uno degli investimenti meno rischiosi del mondo. Questa combinazione di visibilità e sicurezza dovrebbe risultare assai attraente in tempi di incertezza economica come questi. E le performance a lungo termine dei dividendi si accumulano: se 50 anni fa avessimo investito 1 milione di USD in società dell'indice S&P 500, quest'anno riceveremmo quasi mezzo milione di USD in dividendi, e durante gli ultimi 50 anni avremmo percepito almeno 10 milioni di USD in contanti, che avremmo potuto spendere o reinvestire. In aggiunta, questo investimento iniziale oggi varrebbe nel mercato almeno 15 milioni di USD.

Il nostro nuovo Fondo LTIF Stability Income Plus Share Class

Il nostro Fondo LTIF Stability possiede un portafoglio simile ai nostri fondi Classic o Alpha, ma copre i rischi di mercato (come il Fondo Alpha), concentrandosi un po' di più sulle azioni leggermente meno volatili e investendo un massimo del 15% dei suoi attivi in obbligazioni ad alto rendimento. La sua performance è stata piuttosto buona, conquistando il primo posto secondo varie inchieste nella classifica dei fondi registrati in Svizzera per le sue performance a lungo termine.

Tale performance è stata in parte mascherata dal forte apprezzamento del Franco svizzero. Come per tutti gli attivi la cui realtà economica soggiacente non è puramente in Svizzera, il suo prezzo in Franchi è sceso. Il Grafico 10 mostra l'esempio del prezzo delle azioni di Zurich e New York Novartis. In entrambi i casi, l'entità economica è la stessa (la stessa frazione di Novartis), ma il prezzo e le performance sembrano alquanto differenti. Ma non lo sono: si tratta solo dell'unità di conto attraverso cui guardiamo la stessa realtà.

Grafico 10: Prezzo delle azioni Novartis in CHF e Novartis in USD negli ultimi 12 mesi indicizzato.



Se osserviamo l'evoluzione del nostro Fondo Stability in Euro, l'unità di conto adottata dalla maggioranza dei nostri investitori, osserviamo una performance annua del 7,7% durante gli ultimi 5 anni, buona se si compara con il 2% ottenuto dall'indice mondiale MSCI, sempre in Euro. La performance annuale del Fondo in CHF è del 2% contro un -3,5% di quella dell'indice mondiale, sempre in Franchi svizzeri.

Grafico 11: LTIF Stability comparato con MSCI World Index in Euro dalla data di lancio indicizzato.

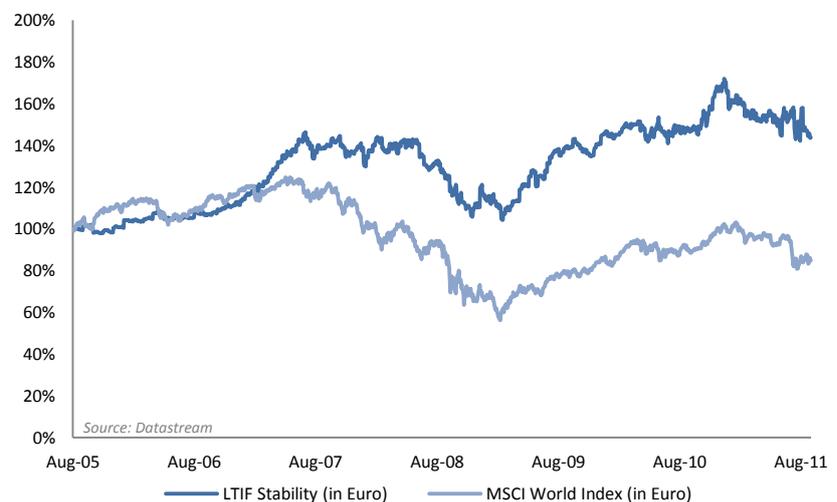
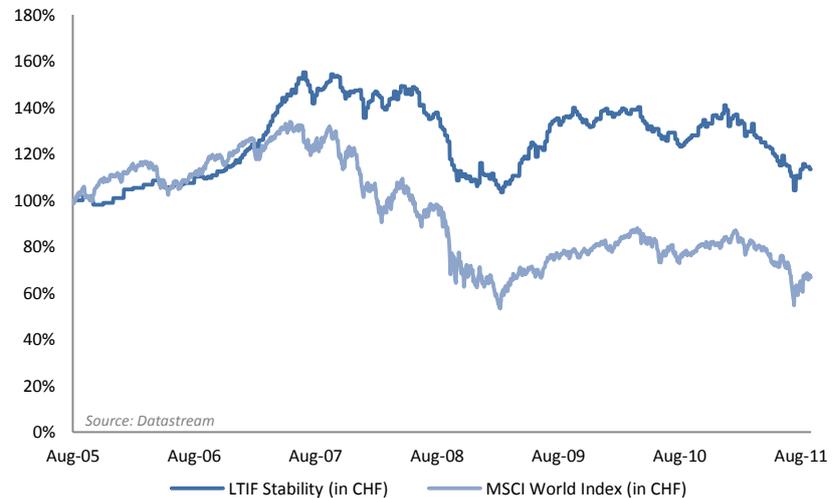


Grafico 12: LTIF Stability comparato con MSCI World Index in CHF dalla data di lancio indicizzato.



L'intenzione di questo Fondo, come quella di tutti i fondi SIA, non era di pagare dividendi, ma di reinvestirli direttamente in più azioni. Questo era il desiderio della maggior parte dei nostri investitori. Ma d'accordo con le complesse normative svizzere, siamo stati obbligati versare dei dividendi durante gli ultimi anni (2009, 2010 e 2011). Per offrire un'opzione ai nostri investitori, stiamo dividendo il Fondo in due diverse classi di azioni: Growth e Income Plus. Le azioni di classe Growth non pagheranno mai dividendi, mentre le azioni di classe Income Plus li pagheranno una o due volte l'anno (la frequenza dipenderà dalle normative vigenti).

Siamo intenzionati a mantenere la nostra filosofia di investimento comprando azioni sottovalutate, coprendo dinamicamente mercati e valute, oltre ad acquistare opportunisticamente obbligazioni ad alto rendimento. Abbiamo previsto un primo pagamento di dividendi di circa 8 CHF, il cui importo ammonterebbe a circa un 5% del prezzo attuale del fondo. In seguito, cercheremo di incrementare questo importo almeno dal 3 al 4% annuo, in modo da offrire un rendimento a lungo termine dell'8% in contanti, oltre all'apprezzamento delle azioni. Questo è il motivo per cui denominiamo queste azioni "Income Plus", perché dovrebbero offrire non solo un reddito corrente, ma anche l'aumento dei dividendi che pagano e, in minor misura, del prezzo delle azioni.

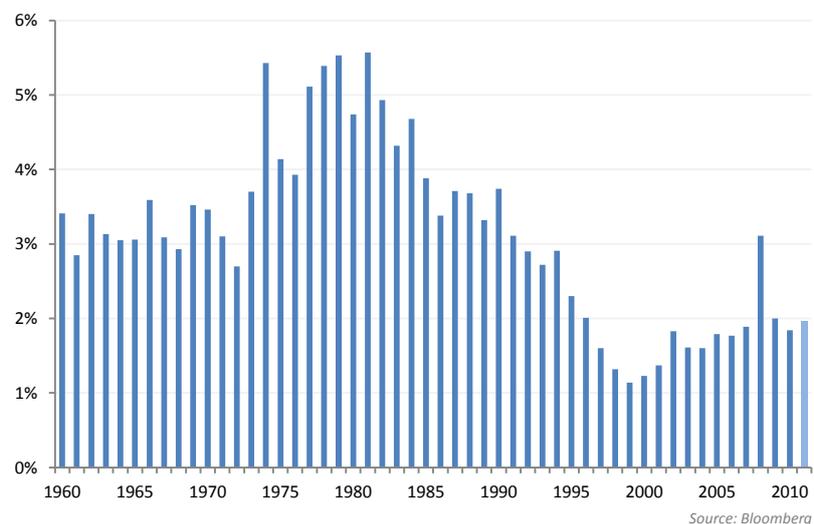
Gli attuali investitori saranno automaticamente assegnati alla classe di azioni "Growth" (che non paga dividendi), ma in qualsiasi momento potranno optare per passare alla classe "Income Plus". In questo caso, riceveranno automaticamente i loro dividendi annuali o semestrali.

Speriamo sia un prodotto utile per gli investitori in cerca di un reddito costante, sicuro e che non venga eroso dall'inflazione. Ma potrebbe

essere utile pure per tutti gli altri investitori: osservando il costante incremento annuo dei dividendi in contanti, potranno concentrarsi di più sulla bontà delle “sardine” e meno sulla volatilità dei prezzi delle “scatolette”.

Ma questo prodotto non è “eterno.” Gli eccellenti dividend yield offerti oggi sono determinati dai bassi prezzi delle azioni e non la magnitudine dei dividendi in se stessi. I dividendi non variano tanto, crescono lentamente. Ciò significa che, salve grosse sorprese, il Fondo Income pagherà 8 CHF a prescindere dalle forti oscillazioni del prezzo delle azioni. Ma se le azioni sperimentano bruschi rialzi, per esempio del 20%, gli 8 franchi non rappresentano più il 5% dell’investimento, ma solo il 4%. Il momento giusto per “bloccare” dei buoni rendimenti è quando le azioni scendono. Una volta che risalgono, è troppo tardi. È come comprare una casa da destinare a locazione quando uno sa che l’affitto costituisce un reddito fisso per il futuro. Uno deve comprare la casa quando il suo prezzo è basso, non quando si recupera. Gli investitori devono considerare le azioni come scatolette di sardine, la cui utilità risiede nelle sardine e non nelle scatolette, e pertanto devono comprare le sardine quando sono offerte a basso prezzo. Il Grafico 13 mostra la gran differenze di rendimenti che uno “blocca” dipendendo dal timing dell’acquisto. È ovvio che il periodo peggiore è stata la fine degli anni 90, (quando tutti erano rialzisti e parlavano delle meraviglie dell’investimento azionario) e che il migliore è stato naturalmente il 2008, quando le azioni venivano praticamente regalate.

Grafico 13: Dividend yield dell’indice S&P 500 alla fine dell’anno, dal 1960 al 2011 (stima).



Un’ultima questione: il Fondo Stability è un prodotto soggetto alle leggi svizzere per cui alcuni investitori europei non possono investirvi per ragioni legali. Per rimediare, abbiamo messo a disposizione un fondo equivalente in Lussemburgo. Siete pregati di contattarci per ulteriori dettagli.

Osservazioni sui nostri portafogli

Il Grafico 14 mostra l'evoluzione del NAV del nostro fondo Classic comparata con i principali indici durante gli ultimi 12 mesi. Questa evoluzione è ovviamente l'aggregato dell'evoluzione degli investimenti del Fondo. Sarà utile quindi analizzare nei dettagli tali investimenti per tutti i settori in cui abbiamo raggruppato le nostre posizioni, come mostra il Grafico 15.

Grafico 14: Evoluzione LTIF Classic, MSCI World Index, S&P 500 Index ed Euro Stoxx 50 Price Index in Euro negli ultimi 12 mesi indicizzata.

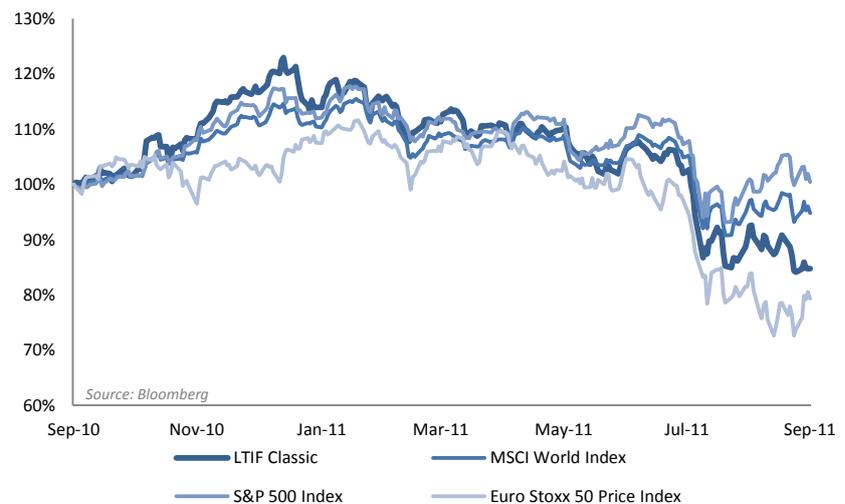
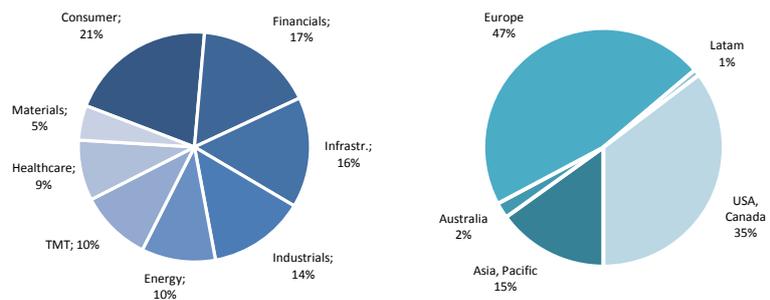


Grafico 15: Spaccato LTIF Classic per aree economiche e geografiche al 30 settembre 2011.



Partiamo da un settore che contiene una grossa posizione e che ha registrato cattivi risultati durante gli ultimi mesi, specialmente nelle ultime settimane. Al 30 settembre costituiva circa il 15% del portafoglio, comparato con il 28% dell'inizio dell'anno. Abbiamo suddiviso questa posizione in due "sottosettori": energia e materie prime.

Il Grafico 16 mostra l'evoluzione a 9 mesi delle azioni energetiche che possediamo, comparata con l'indice mondiale MSCI e il Fondo Classic stesso. Il Grafico 17 riflette l'evoluzione delle azioni in materie prime.

Grafico 16: Evoluzione prezzo delle azioni OXY, Hess, Bankers, Crew, CNQ, Suncor, Schlumberger, MSCI World Index e LTIF Classic in Euro, dividendi inclusi, dall'inizio dell'anno e indicizzato.

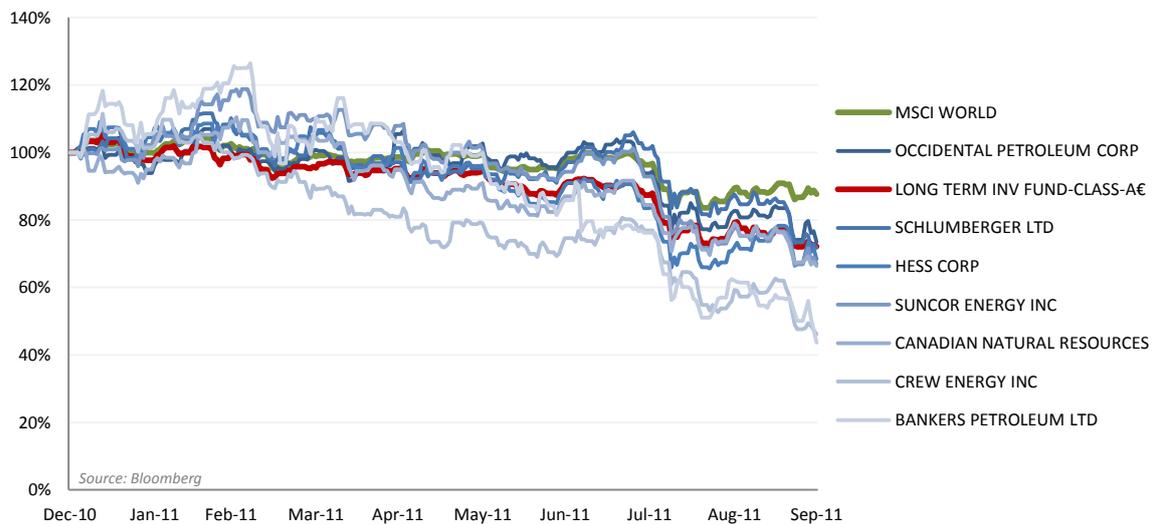
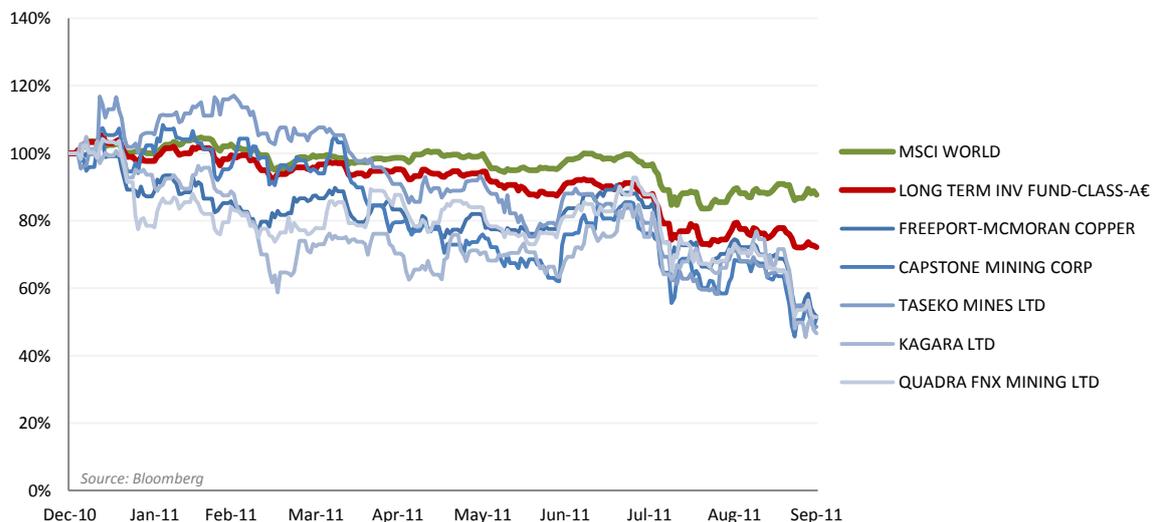


Grafico 17: Evoluzione del prezzo delle azioni Quadra, Taseko, Freeport, Capstone, Kagara, MSCI World Index e LTIF Classic, in Euro, dividendi inclusi, dall'inizio dell'anno e indicizzato.



Questa forte caduta dei prezzi è in gran parte la responsabile delle "sotto-performance" del Fondo Classic durante gli ultimi trimestri.

Se da un lato è stato certamente deludente per i nostri investitori assistere siffatta caduta del NAV, dobbiamo peraltro analizzarne le cause prima

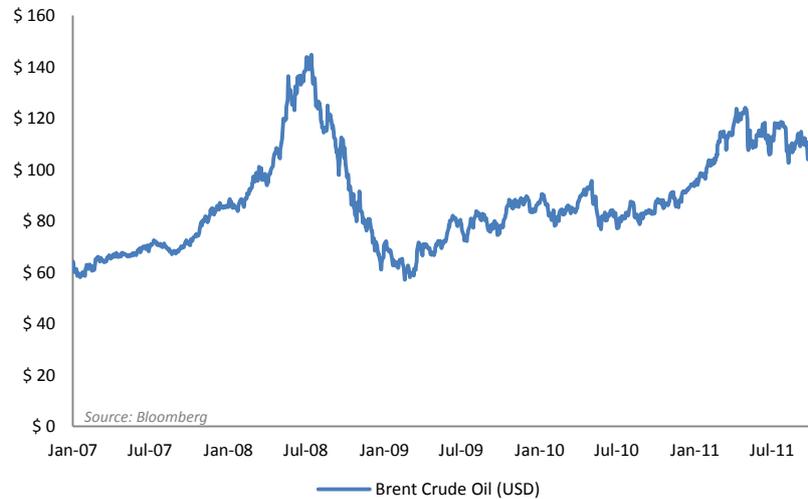
di considerarla come una “perdita”. È colpa dei fondamentali di queste società (per esempio il loro potenziale di utili futuri fortemente ridotti) o delle reazioni esagerate degli investitori a problemi sul breve periodo, che in certi casi arrivano persino ad anticipare altri problemi?

Prendiamo ad esempio una delle nostre società: Canadian Natural Resources, una produttrice di petrolio e di gas naturale con sede in Canada e operante in tre continenti. Secondo le nostre stime, il rendimento atteso dall’investimento nella società ai prezzi attuali è del 17,5%. Ciò significa che, se i numeri sono giusti, gli investitori percepirebbero per il resto della loro vita un rendimento pari al 17,5% annuo del prezzo attuale delle azioni. Attualmente ricevono solo un 3% di dividendi liquidi, ma crediamo che il flusso di progetti che sta entrando in produzione, sostenuto dalle enormi riserve di petrolio in Canada, alla fine produrrà i risultati previsti.

L’elemento chiave di tale previsione è chiaramente il prezzo futuro del crudo. Abbiamo fatto i nostri conti in base alla semplice premessa che il prezzo del petrolio si manterrà sui 100 USD. È un prezzo di poco inferiore all’attuale e certamente subirà delle fluttuazioni, ma è il prezzo medio che prevediamo a breve e medio termine, e almeno a lungo termine.

Impieghiamo i 100 USD come prezzo a “lungo termine” perché questo è il prezzo minimo richiesto perché i nuovi progetti risultino redditizi. Se il prezzo scendesse sotto questo livello anche solo per un moderato periodo di tempo (alcuni mesi), le imprese inizierebbero a cancellare i loro progetti di espansione e, dato che i giacimenti petroliferi attuali si esauriscono a un tasso medio del 6–10% l’anno, il mondo si ritroverebbe molto presto a corto di petrolio. Questo infatti è ciò che è successo in piena crisi del 2008, quando il prezzo del petrolio è precipitosamente crollato a livelli di liquidazione, solo per recuperare piuttosto in fretta il suo prezzo di lungo termine, come si può osservare dal Grafico 18.

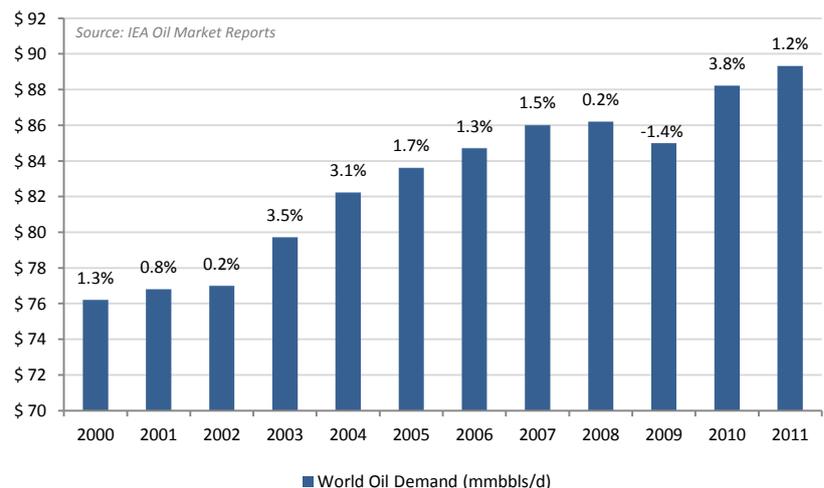
Grafico 18: Prezzo quotidiano del barile di Brent in USD, dal 2007 a oggi



Cosa succederebbe in caso di recessione se i prezzi del crudo crollassero per un certo periodo di tempo sotto questo prezzo di "equilibrio" a lungo termine? Proviamo a fare un'analisi di sensitività.

Se la domanda cadesse un 1,4% (cosa che ha fatto nel 2009, come mostra il Grafico 19), si dovrebbe aggiustare il prezzo di 20 USD. Potremmo creare allora un nuovo "price deck" (previsione del prezzo futuro di materie prime), che sarebbe più o meno così: il petrolio medio cadrà a 80 USD nel 2012, salirà a 90 USD nel 2013, e poi si stabilizzerà a 100 USD.

Grafico 19: Domanda mondiale di petrolio e cambio % annuo in USD dal 2000 a oggi.



Applicando prezzi alle realtà e i progetti di CNQ, il rendimento annuale atteso scenderebbe dal 17,5% in uno "scenario base" al 17%. In nostra

opinione, questo è chiaramente un investimento interessante e resterebbe tale, anche se prezzo delle azioni aumentasse di un 25%.

Un punto di vista simile può essere applicato alle società di materie prime. Prendendo ad esempio Freeport-McMoRan Copper & Gold, il maggior produttore mondiale indipendente di rame. Il suo rendimento atteso annuo, sempre secondo le nostre stime, è del 17% ai prezzi attuali. Queste stime si basano sul seguente "price deck" per il rame:

Tabella 2: Stima SIA del "price deck" del rame in USD per il periodo 2011 – 2017

Copper price	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SIA base case	4,0	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5

Se il mondo soffrisse una recessione veramente profonda, l'andamento dei prezzi del rame sarebbe il seguente:

Tabella 3: Stima SIA del prezzo del rame in caso di recessione in USD per il periodo 2011 – 2017

Cu Nominal	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Recession case	4,0	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3	3,5

Non è ragionevole aspettarsi dei prezzi inferiori a questi, salvo l'economia mondiale smettesse di crescere per sempre, perché le restrizioni dell'offerta sono anche peggiori che nel caso del petrolio, e i costi di nuove operazioni si incrementano pure più in fretta. Con questi assai ridotti prezzi di breve termine, il rendimento atteso delle azioni di Freeport ai prezzi attuali sarebbe del 15%. Di nuovo, riteniamo sia un investimento eccellente e che resterebbe tale, anche se i prezzi fossero molto più alti.

Ma allora, se le azioni sono così poco costose, perché sono cadute tanto? Di seguito riproduciamo un famoso scritto di J.M. Keynes, pubblicato nel 1936, che secondo noi spiega in gran parte ciò che sta succedendo.

"...l'investimento professionale può essere paragonato a quei concorsi dei giornali, nei quali i concorrenti devono scegliere i sei volti più graziosi fra un centinaio di fotografie, e nei quali vince il premio il concorrente che si è più avvicinato, con la sua scelta, alla media fra tutte le risposte; cosicché ciascun concorrente deve scegliere, non quei volti che ritenga più graziosi, ma quelli che ritiene più probabile attirino i gusti degli altri concorrenti, i quali a loro volta affrontano tutti quanti il problema dallo stesso punto di vista. Non si tratta di scegliere quelli che, giudicati obbiettivamente, sono realmente i più graziosi, e nemmeno quelli che una genuina opinione media ritenga i più graziosi. Abbiamo raggiunto il terzo grado, nel quale la nostra intelligenza è rivolta a indovinare come l'opinione media immagina che sia fatta l'opinione media medesima. E

credo che vi siano alcuni che praticano il quarto, il quinto grado e oltre.”

J.M. Keynes, Teoria generale dell'occupazione, interesse e moneta, 1936.

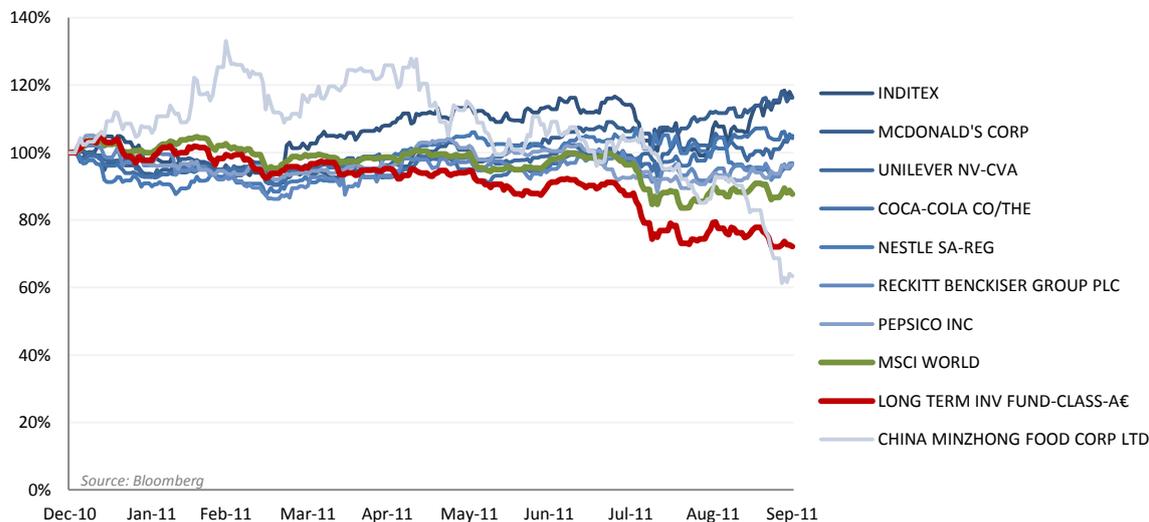
Tutti gli investitori hanno ancora in mente i terribili eventi del 2008, e la maggior parte di loro sono assolutamente determinati a non rivivere la stessa esperienza. Di conseguenza, al minimo timore di recessione, o timore che gli altri investitori abbiano timore della recessione, o timore che gli altri investitori abbiano timore di... vendono! Come sempre nei mercati finanziari, i movimenti violenti si autoalimentano: molti investitori che vedono le azioni di società produttrici di rame cadere precipitosamente, giungono alla conclusione che sia sicuramente in arrivo una recessione, per cui le azioni del rame vanno vendute e non comprate. Questa dinamica rende la decisione di vendere corretta a breve termine, perché i prezzi possono realmente continuare a cadere per un certo periodo. Ma la profittabilità fondamentale di queste società non giustifica tale decisione e, salvo che la decisione di svendere sia accoppiata a una di “riacquistare” al momento giusto, perderanno tutti i rendimenti a lungo termine. Se già nel 1936 Keynes pensava che alcune persone stessero giocando all'indovino al “quarto, quinto grado e oltre”, immaginate cosa starà succedendo adesso, con un enorme settore finanziario che si guadagna da vivere (bene) con la compravendita di azioni, aiutato da un esercito di trader professionali ad alta frequenza (HFT) armati di potentissimi computer, tecniche di investimento algoritmiche, asset sintetici, strumenti derivati ecc. Torneremo oltre su questo punto, al momento di discutere di come vediamo i mercati per i prossimi mesi e anni.

Crediamo che i nostri investimenti in risorse naturali siano buoni. Nessuna delle nostre società del settore ha livelli di indebitamento significativi, e tutte quante possono resistere a una recessione senza perdere assolutamente il loro potenziale di profitti a lungo termine. Ancora una volta, il settore ha mostrato di soffrire una forte volatilità, che “responsabile” della nostra sottoperformance temporanea. Ma siamo convinti che le ragioni basiche per cui investiamo in esso, in special modo l'inesorabile processo di urbanizzazione di 2 miliardi di persone nei prossimi decenni, unito alla difficoltà geologica di incrementare l'offerta di certe materie prime essenziali, daranno eccellenti risultati a lungo termine ai nostri investitori .

Beni di prima necessità

Il seguente settore per volume è quello che denominiamo di “Consumo” e che rappresenta quasi il 20% del nostro portafoglio. Il Grafico 20 mostra l'evoluzione delle azioni che possediamo comparata con l'indice mondiale MSCI e il Fondo Classic stesso.

Grafico 20: Prezzi delle azioni Nestlé, Unilever, Coke, Pepsi, Reckitt, Inditex, McDonald's, China Minzhong, MSCI World Index e LTIF Classic in Euro, dividendi inclusi, dall'inizio dell'anno e indicizzato.



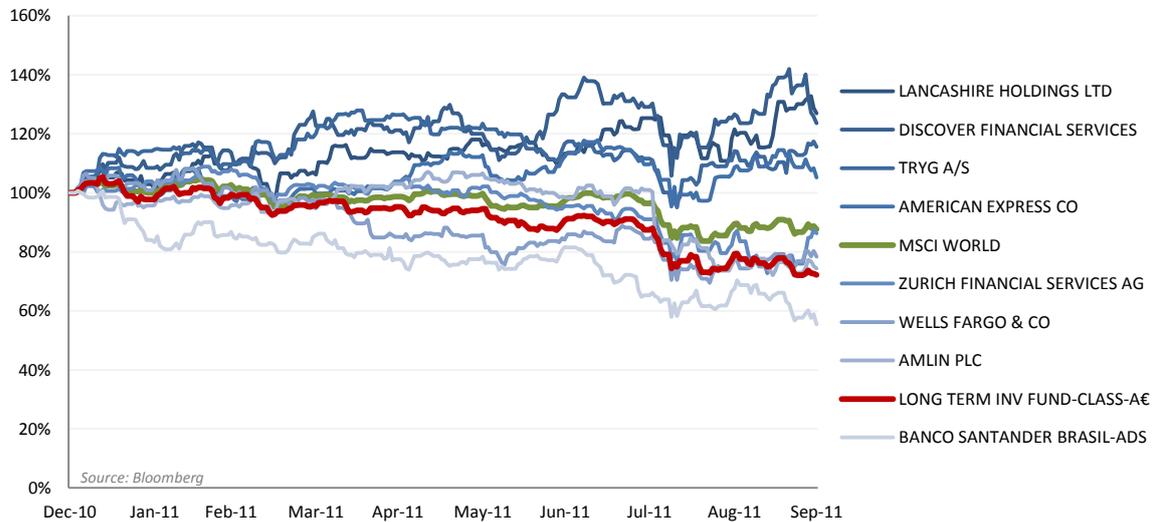
Riteniamo che i nostri investimenti in questo settore siano stati eseguiti con il timing corretto e che le società comprate offrano un equilibrio eccellente di profittabilità e stabilità. Prevediamo che tutti i nostri investimenti rendano più di 10% annuo, come mostra il Grafico 20, con una volatilità relativamente scarsa.

Noi crediamo infatti, come menzionato analizzando il Fondo Stability, che alcune di queste società (Nestlé, Coca-Cola, McDonald's, ecc.) offrano un'opportunità unica di creare un portafoglio con rendimenti a due cifre (basse) e rischi estremamente ridotti.

Finanziario

Manteniamo da tempo una posizione nel settore assicurativo e riassicurativo del ramo Property & Casualty. In seguito abbiamo aggiunto tre banche (Wells Fargo negli USA; Santander in Brasile e DGB in Corea del Sud) e alcune società specializzate in servizi finanziari come American Express e Discover (un'altra società di carte di credito negli USA). Continuiamo a credere che il ramo Property & Casualty rappresenti ancora un eccellente investimento totalmente slegato dal ciclo economico. Le banche al contrario sono strettamente legate al ciclo economico, ma riteniamo che i nostri tre investimenti si comporteranno veramente bene, dati i loro prezzi bassissimi e gli eccellenti rendimenti a lungo termine.

Grafico 21: Prezzo delle azioni Amlin, Lancashire, Tryg, Zurich, Santander Brasil, Amex, Discover, Wells Fargo, MSCI World Index e LTIF Classic in Euro, dividendi inclusi, dall'inizio dell'anno e indicizzato.

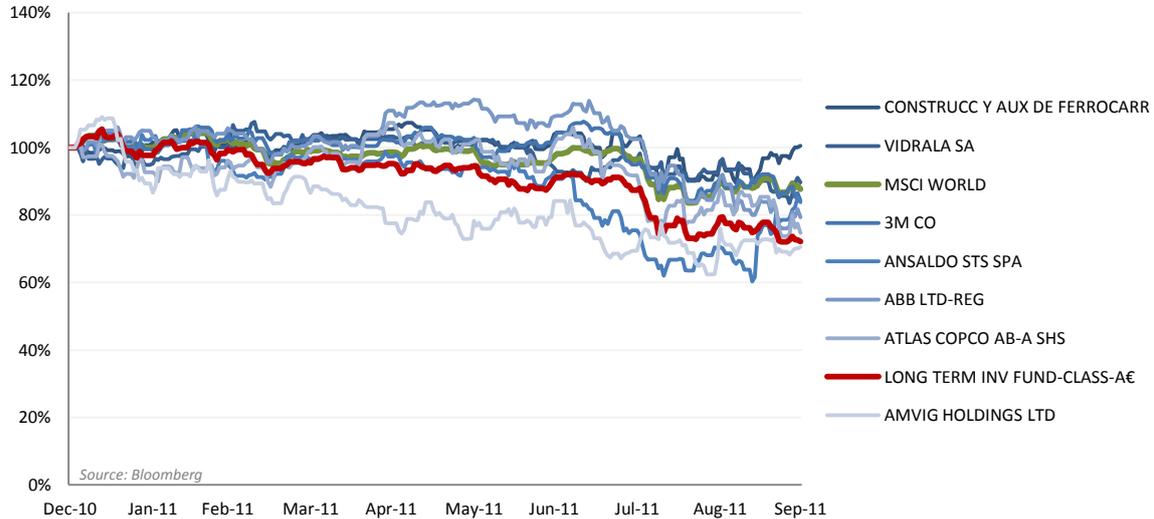


Durante tutta la crisi finanziaria abbiamo evitato le banche europee e continueremo a farlo. Abbiamo dedicato una parte notevole delle nostre risorse analitiche a seguirle e siamo piuttosto convinti che alla fine rappresenteranno delle eccellenti opportunità di investimento, ma non riteniamo che lo siano in questo momento.

Industriale

Si tratta di un gruppo assai eterogeneo di società, che spazia da Amvig, uno dei principali fabbricanti e stampatori di pacchetti di sigarette in Cina (con un P/E o rapporto prezzo/utile di 6 e un dividend yield di 5,8%), ad ABB, leader mondiale di trasmissioni elettriche e automazione industriale (con un P/E di 10 e dividend yield di 4,5%). CAF e Ansaldo STS, dei costruttori di treni, continuano a ingrossare gli utili e i libri degli ordinativi.

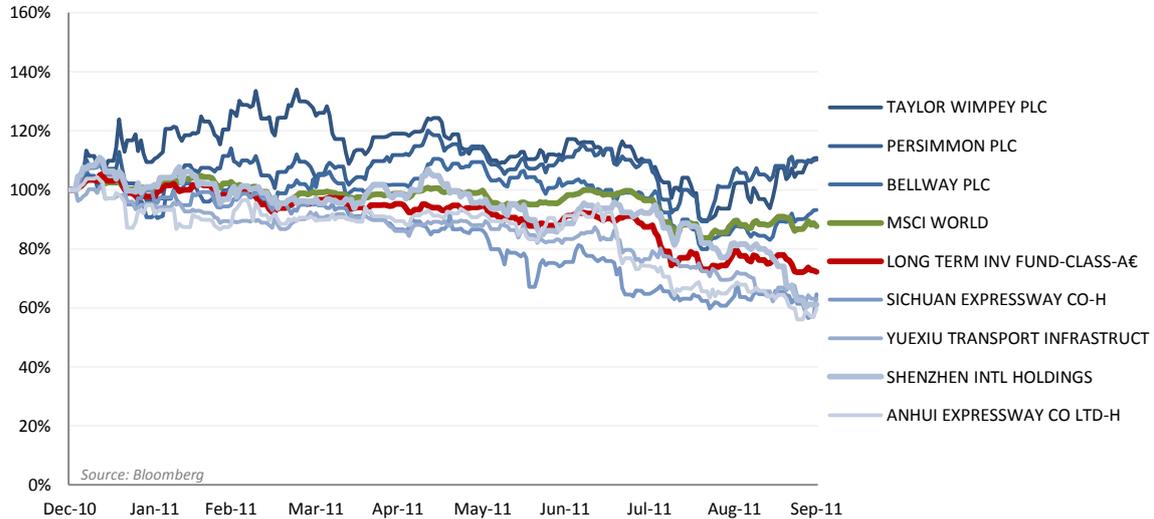
Grafico 22: Prezzo delle azioni dall'inizio dell'anno di AMVIG, CAF, ABB, Ansaldo, Atlas Copco, Vidrala, 3M, MSCI World Index e LTIF Classic, in Euro, dividendi inclusi, indicizzato.



Infrastrutture

Il gruppo comprende basicamente due sottogruppi assai differenti: autostrade a pagamento cinesi e imprese edili britanniche. Le imprese edili britanniche vanno molto bene perché, come già detto in passato, il Regno Unito differisce fortemente dalla maggioranza dei mercati immobiliari per le enormi restrizioni della sua offerta. Di conseguenza, i prezzi delle case non sono crollati malgrado la recessione che sta attraversando il paese. Ciononostante, la recessione e le aspettative negative sul mercato immobiliare hanno spinto fortemente al ribasso i prezzi delle azioni di queste società. Anche dopo un forte apprezzamento, continuano a essere estremamente economiche, negoziandosi a quasi un 60% di quanto costerebbe comprare i terreni che realmente possiedono ai prezzi attuali.

Grafico 23: Prezzo delle azioni Shenzhen International, Yuexiu, Anhui Expressway, Sichuan Expressway, Taylor Wimpey, Persimmon, Bellway, MSCI World Index e LTIF Classic in Euro, dividendi inclusi, dall'inizio dell'anno e indicizzato.



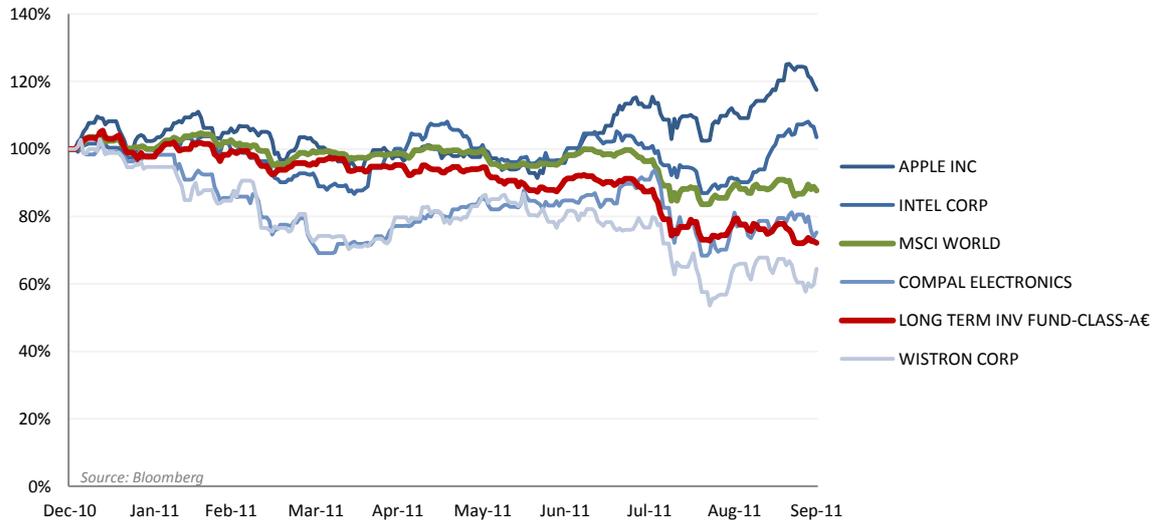
Le autostrade cinesi stanno ottenendo ottimi risultati, nonostante i prezzi delle loro azioni siano caduti parecchio durante l'anno per due ragioni. La prima è stata la pessima annata sofferta da tutti i titoli cinesi, per l'inasprimento delle condizioni finanziarie decise dal governo per controllare l'inflazione. La seconda sono i rumori che circolano sull'imposizione governativa di tagli ai pedaggi autostradali per alleggerire l'inflazione. Noi ignoriamo cosa farà il governo cinese, ma non ci preoccupa troppo. Primo perché non è competenza del governo centrale stabilire le tariffe, bensì dei governi provinciali che sono appena diventati i maggiori azionisti delle società autostradali. Secondo perché queste società sarebbero comunque assai redditizie e in grado di assorbire tariffe più basse senza troppi inconvenienti, dato che il traffico automobilistico è in aumento così rapidamente che i proventi di queste società continueranno a crescere a prescindere. Abbiamo parlato con innumerevoli manager, funzionari ed esperti locali indipendenti e siamo giunti alla conclusione che la caduta dei prezzi delle azioni è del tutto ingiustificata e che queste imprese rappresentano dei grandi investimenti. Proprio in questo momento, pagano dei dividendi tra il 5 e l'8% e i tassi di traffico delle società stanno aumentando tra il 5 e il 15% l'anno.

TMT (Tecnologiche, media, e telecomunicazioni)

Le azioni tecnologiche sono ospiti poco frequenti dei portafogli di valore per due buone ragioni: sono difficili da valutare, data l'incertezza praticamente inevitabile della loro attività, e tendono a essere care. Le due ragioni possono essere relazionate, dato che nessuno può essere realmente sicuro di cosa riserva il futuro e che gli investitori più ottimisti possono giustificare quasi qualsiasi prezzo per queste azioni. Ma esistono

delle eccezioni, e la verità è che molte società del settore, da Microsoft a Oracle, rappresentano oggi investimenti interessanti.

Grafico 24: Prezzo delle azioni Wistron, Compal, Intel, Apple, MSCI World Index e LTIF Classic, in Euro, dividendi inclusi, dall'inizio dell'anno e indicizzato.



Abbiamo selezionato due società asiatiche e due statunitensi: Wistron e Compal a Taiwan; Intel e Apple negli USA. Le azioni delle prime due si sono comportate piuttosto male, spinte al ribasso dalla caduta generalizzata dei titoli asiatici oltre che dal timore di una decelerazione. Ciononostante, si tratta di società eccellenti, leader mondiali del settore, che vantano indici di redditività sul capitale proprio (ROE) superiori al 15-20% e che attualmente sono negoziate con un P/E pari a 8.

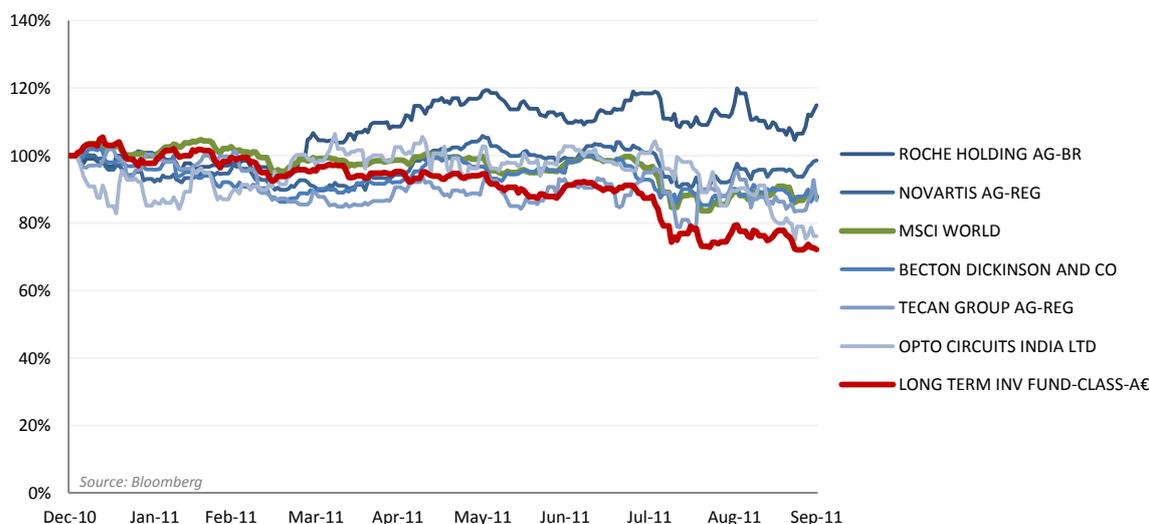
Intel e Apple sono arcinote. La storia di Intel è lineare: alcuni investitori temono che gli onnipresenti smartphone e tablet, che non impiegano i chip di Intel, nuoceranno al loro business. Di conseguenza le azioni si scambiano con un P/E di 9 e un dividend yield di quasi il 4%. Per varie ragioni, non vediamo che sia un gran problema. Innanzitutto, gli smartphone e tablet per la maggior parte non sostituiscono il PC, ma sono complementari. E i mercati dei computer tradizionali dei paesi emergenti stanno ancora sperimentando un'enorme crescita. Non si può tenere la contabilità di una società in una tablet! In secondo luogo, i dispositivi mobili richiedono enormi centri dati per fornire tutti i dati che mostrano. E Intel occupa una quota di mercato del 90% nei server di centri dati, un prodotto che presenta margini migliori di quelli di un semplice processore. Intel poi sta lavorando duramente allo sviluppo di processori con consumi energetici sufficientemente bassi da essere integrati in dispositivi mobili. Se si tiene in conto il suo dominio tecnologico, è difficile immaginare che semplicemente scomparirà.

Apple è una società formidabile e oggi è la più valorata del mondo per capitalizzazione di mercato. È sempre un rischio corteggiare una star come questa, ma il suo P/E del 2012 è di 11, possiede più di 70 miliardi di USD in contanti in banca e la sua quota di mercato si espande rapidamente in molte aree. Esiste naturalmente un limite alla crescita di ogni società, ma crediamo che Apple non l'abbia già raggiunto. In ogni caso, non ha bisogno di crescere troppo per giustificare il suo prezzo attuale.

Sanitario

Possediamo un gruppo di società del settore sanitario: Roche, Novartis, Tecan, Becton Dickinson e Opto Circuits. Abbiamo già venduto alcune posizioni in questo settore, come Medtronic di Baxter International, perché le loro azioni erano andate troppo oltre a quelli che ritenevamo fossero i loro "prezzi equi", e Teva, un fabbricante di generici, che abbiamo venduto con una piccola perdita perché non avevamo più fiducia nella loro traiettoria di crescita promessa. Nonostante fosse relativamente economica, avevamo pensato di poter ottenere comunque dei migliori risultati. Tutto sommato, per noi è stato un settore redditizio e molto stabile.

Grafico 25: Prezzo delle azioni Roche, Novartis, Tecan, Becton Dickinson, Opto Circuits, MSCI World Index e LTIF Classic in Euro, dividendi inclusi, dall'inizio dell'anno e indicizzato.



Oltre a tutte queste società, ne possediamo alcune i cui prezzi delle azioni sono andati veramente male (con crolli del 50%, rappresentanti un decremento del 2% per il nostro Fondo). Si tratta di Enterprise Inns, proprietaria/operatrice di varie migliaia di pub nel Regno Unito; Sare, un'impresa edile messicana; e Supramax, una fabbrica malese di guanti di gomma. In tutti questi tre casi il mercato ha mostrato dubbi sulle loro attività. Noi riteniamo che si recupereranno e che, anche se a posteriori si sono rivelate degli investimenti più rischiosi del previsto, crediamo che i nostri investitori finiranno per ottenere dei rendimenti decenti.

Abbiamo venduto inoltre un certo numero di società durante l'anno (oltre alle menzionate Teva, Medtronic e Baxter, anche IBM e Catlin). Nel complesso queste transazioni sono risultate positive per il Fondo.

Il Fondo Alpha

Come noto, gli investimenti posseduti dal nostro Fondo Alpha sono esattamente gli stessi del Fondo Classic, ma è stata aggiunta una "copertura" con contratti futures. Di conseguenza, se i mercati scendono, registrerà dei risultati migliori del Fondo Classic, e se invece salgono, verranno trascinati dal rialzo. Il Grafico 26 mostra il suo NAV durante gli ultimi 12 mesi comparato con quello dell'indice mondiale.

Grafico 26: Evoluzione NAV di LTIF Alpha e MSCI World Index in Euro negli ultimi 12 mesi, indicizzato.



La sua evoluzione è migliore del Fondo Classic, dimostrando l'utilità delle nostre tecniche di copertura. Ma è ancora sotto di un 8% sui quei 12 mesi, principalmente a causa della severa sottoperformance dei titoli azionari delle materie prime di cui abbiamo parlato prima.

Il Fondo Natural Resources

Abbiamo già discusso del debole andamento delle azioni minerarie e petrolifere nella maggior parte dell'anno, soprattutto negli ultimi mesi, quando gli investitori hanno realizzato l'eventualità di una recessione. Gli investitori ricorderanno bene che nel 2008 queste erano state le azioni con le cadute più brusche, così hanno deciso di venderle preventivamente. Come mostrano i nostri esempi precedenti, non crediamo che una recessione, anche profonda come quella del 2008, giustifi-

chi una forte caduta nel loro valore. Il Grafico 27 riporta gli utili per azione di varie società negli ultimi 5 anni, dimostrando che la recessione del 2008-2009 non è stata poi così devastante. Il Grafico 28 mostra invece i dividendi che hanno pagato, mentre il Grafico 29 mostra le loro posizioni nette di liquidità.

Grafico 27: Utili per azione delle società del rame e petrolio in Euro dal 2006 al 2011 (stima).

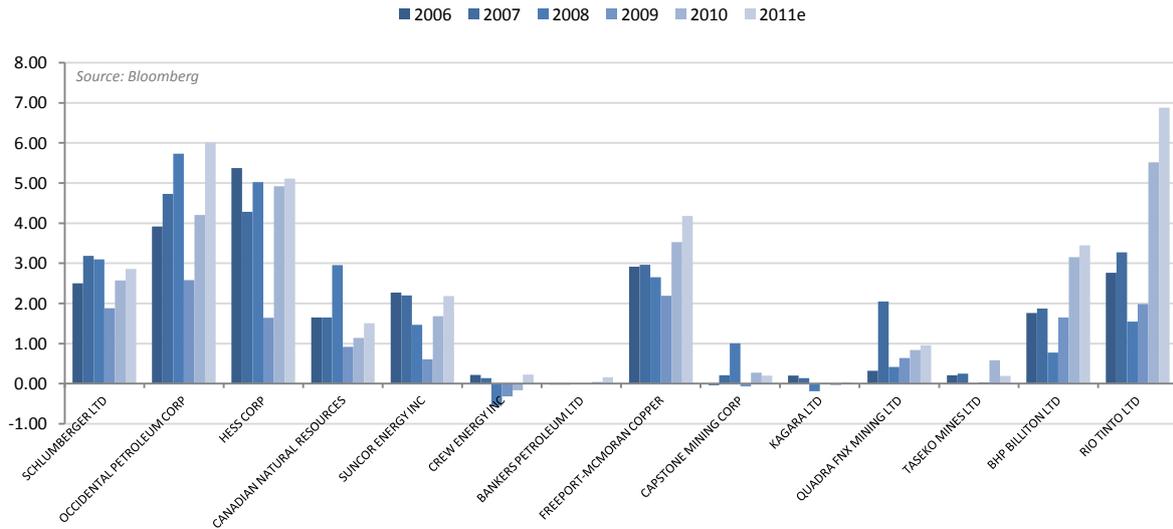


Grafico 28: Dividendi pagati dalle società del rame e petrolio in Euro dal 2006 al 2011 (stima).

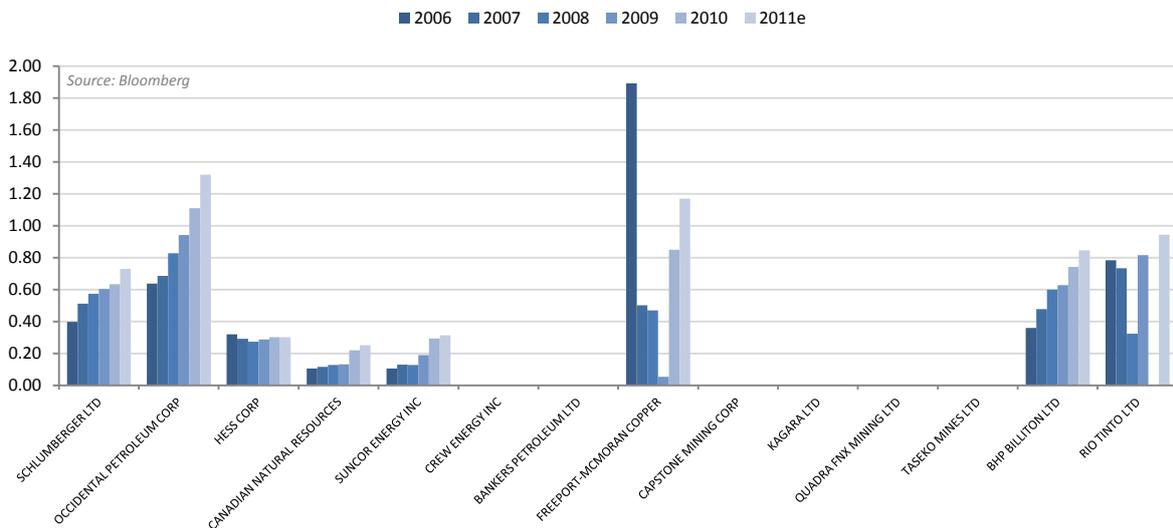
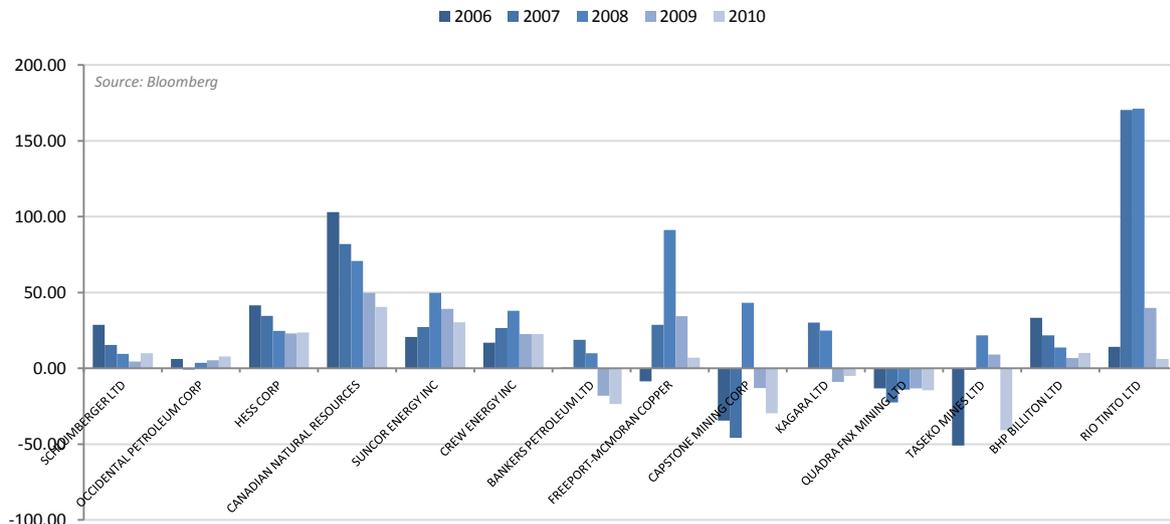


Gráfico 29: Indebitamento netto in % del capitale delle società del rame e petrolio in Euro dal 2006 al 2010.

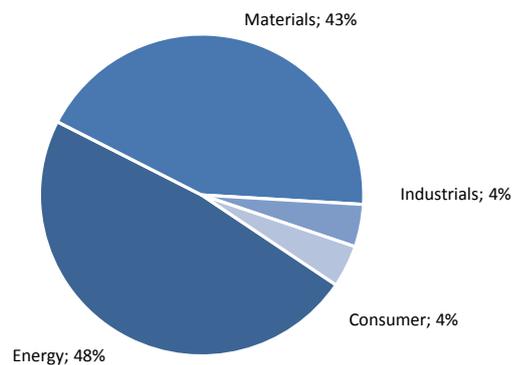


Quest'ultimo punto è importante: gli investitori albergano l'idea generica che quando arrivano tempi difficili si deve investire in società "difensive" ed evitare quelle "cicliche". Potrebbe essere una cosa ragionevole se fatta prima che i loro prezzi si muovano, dato che quando la maggioranza della gente teme una recessione, i prezzi delle azioni la riflettono già... o anche peggio, rendendo la supposta posizione difensiva assai costosa.

Ma si deve andare cauti con le definizioni. I servizi pubblici per esempio erano giustamente considerati molto stabili e di conseguenza difensivi. Ma la loro stabilità aveva permesso nell'ultimo decennio di ottenere un sacco di prestiti e di comprare società estranee ai loro mercati tradizionali. Il risultato è che attualmente non sono affatto difensivi, dato che la loro salute è strettamente legata all'attività economica a breve termine per continuare a finanziare i loro bilanci indebitati. Allo stesso tempo, le società minerarie sono diventate il gruppo più capitalizzato e finanziariamente solido del mercato. Come ci aveva detto un paio d'anni fa il CEO di una di queste società: "Abbiamo dei bilanci estremamente solidi, privi di debiti, perché nessuno ci presterà mai del denaro". Noi crediamo che delle società ottimamente capitalizzate che producono materie prime assolutamente necessarie, siano un investimento piuttosto difensivo per il futuro. In certo modo, possono essere considerate nei limiti del possibile come indifferenti a tutti gli attuali problemi finanziariamente indotti dai mercati sviluppati. Per un investitore a lungo termine, possedere risorse reali, scarse e necessarie per il progresso dell'umanità è una buona scommessa, specialmente a questi prezzi. Come mostrato sopra, il valore a lungo termine di società ricche di riserve è solo marginalmente interessato dal fatto che l'anno prossimo ci sia o no un'eventuale recessione.

La maggioranza dei nostri investimenti del Fondo Natural Resources ruota intorno a due materie prime strategiche: rame e petrolio, come illustrato dal Grafico 30. Riteniamo che queste due possiedano un equilibrio specialmente attraente tra domanda e offerta. Ma ci interessano anche altre materie prime, come il carbone metallurgico e il minerale di ferro.

Grafico 30: Spaccato per settori industriali LTIF Natural Resources al 30 settembre 2011



Continuiamo a cercare aree che permettano di diversificare il nostro portafoglio. Negli ultimi mesi abbiamo aggiunto delle posizioni in produttori di fertilizzanti e allevatori di salmoni. I fertilizzanti sono ovviamente un'area con grande futuro: qualunque cosa accada, la popolazione mondiale sta crescendo e le persone devono mangiare. Come molti altri investimenti ovvi, il problema è che queste azioni sono tradizionalmente care. Ma ne abbiamo trovate alcune che crediamo abbiano un prezzo abbastanza basso da garantire degli eccellenti rendimenti a lungo termine.

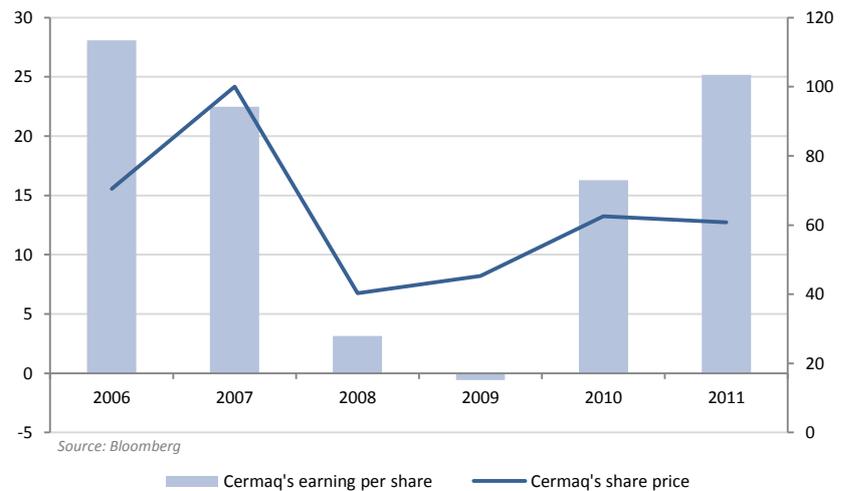
Il salmone è una materia prima abbastanza interessante. È noto che la crescita economica mondiale sta avendo effetti sproporzionati sul consumo di cereali, perché quando la gente abbandona la povertà, desidera nutrirsi di proteine animali. Ma gli animali richiedono più alimentazione per fornire agli umani le calorie richieste rispetto alle persone che si nutrono direttamente di cereali. In tal senso, il "rapporto di conversione" è assai importante: l'allevare bovini richiede una quantità di grano dieci volte superiore a quella necessaria se le persone si nutrissero direttamente di grano. Allevare maiali è più economico, e i polli ancor di più. Ma il salmone è il "convertitore" più efficiente di mangime per animali in proteine animali di alta qualità per il consumo umano. Tradizionalmente molto caro, sta diventando accessibile grazie alla produzione industriale. La domanda è forte e sta crescendo rapidamente.

Ma il salmone non si può allevare ovunque: richiede acqua di mare a circa 8°C, coste protette e buone infrastrutture terrestri. In pratica, solo pochi paesi al mondo possono allevare salmoni in quantità rilevanti: Scozia, Ir-

landa, Canada, e soprattutto Cile e Norvegia. Come molte materie prime zoo-agricole il salmone è assai ciclico. Se allevatori ne allevano troppi, ne vedono cadere i prezzi. Quando si fermano, i prezzi aumentano. Il ciclo dura almeno due anni perché il salmone necessita vari anni per crescere.

In questo momento il suo prezzo è a livelli minimi a causa della sovrapproduzione succeduta alla catastrofica moria di pesci verificatasi in Cile. L'epidemia aveva annientato la maggior parte dei salmoni, spingendone i prezzi a livelli record. Ai prezzi attuali delle azioni, alcune di queste società possono generare rendimenti del 100% per i prossimi tre anni. Cermaq, la più grande di queste società, non è solo un allevatore di salmoni leader mondiale, ma anche uno dei maggiori produttori mondiali di mangime per salmoni che comprano tutti gli altri allevatori. Come si può osservare nel Grafico 31, gli utili per azione di Cermaq mostrano la ciclicità che abbiamo appena analizzato, come pure il prezzo delle azioni. La società è attualmente negoziata con un P/E di un 5 scarso. I suoi utili dovrebbero diminuire a un certo punto dell'anno prossimo per poi recuperarsi.

Grafico 31: Utili per azione e prezzo delle azioni Cermaq, in Corone norvegesi dal 2006 al 2011 (stima).

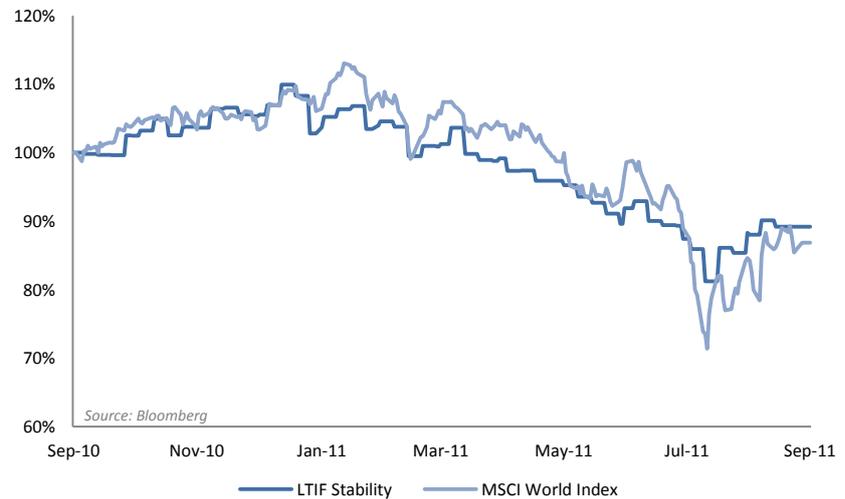


Il Fondo Stability

Il Grafico 32 mostra l'andamento del NAV del Fondo negli ultimi 12 mesi comparato con l'indice mondiale. Come già visto, la brusca caduta delle società di materie prime ha influenzato negativamente i loro prezzi, ma il loro valore effettivo, combinato con la volatilità relativamente bassa, le rendono un investimento comunque interessante. Speriamo di pagare un dividendo di 8 CHF durante il prossimo anno, che ai prezzi attuali rappresenta un rendimento liquido del 5%. Gli investitori non interessati ai ren-

dimenti liquidi, possono naturalmente conservare la azioni della classe "Growth" e reinvestire i loro dividendi in modo efficiente.

Grafico 32: NAV del Fondo LTIF Stability e MSCI World Index, in CHF, negli ultimi 12 mesi, indicizzato.



Il Fondo Emerging Markets Value

Il Grafico 33 mostra l'andamento del NAV del Fondo dalla data di lancio comparato con l'indice mondiale e l'indice Emerging Market. Questo fondo è stato attivo nelle due aree con le peggiori performance del mercato: le azioni dei mercati emergenti e le azioni delle materie prime, come mostrano i Grafici 16 e 17. Riteniamo che queste due aree stiano andando veramente bene da un punto di vista fondamentale e siamo certi che i prezzi delle loro azioni rimbalzeranno con forza.

Grafico 33: NAV di LTIF Emerging Market Value, MSCI World Index ed Emerging Markets Index, in Euro dalla data di lancio e indicizzato.



Cosa aspettarsi dai nostri fondi e dai mercati.

Tre problemi hanno terrorizzato i mercati nel corso dell'anno: la possibilità di un rallentamento dei mercati emergenti, la debolezza dell'economia USA e la crisi del debito in Europa. Naturalmente questi problemi si alimentano reciprocamente. Analizziamo brevemente questi problemi per vedere come incidono sul panorama dei nostri investimenti.

I mercati emergenti hanno subito forti spinte inflazionistiche negli ultimi due anni. Nonostante il problema non sia grave, ha obbligato i governi, specialmente quello cinese, a inasprire la politica monetaria. Noi crediamo che questo problema sia in gran parte risolto, e che le condizioni monetarie dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi. Anche se la Cina prevedibilmente non crescerà un 10% l'anno prossimo, la crescita sarà comunque superiore all'8%, restando praticamente invariata in termini assoluti. Come detto sopra, l'inesorabile flusso di urbanizzazione non si fermerà, implicando forti investimenti e consumi di materie prime. La "storia dei mercati emergenti" farà il suo corso, con le sue inevitabili oscillazioni per i prossimi 20 anni. Paesi come Turchia, Brasile e Indonesia stanno aggiungendosi a Cina e India nel contribuire al costante tasso di crescita economica mondiale. È interessante rilevare che nel caso del Brasile, per esempio, le esportazioni ammontano a meno del 15% del PIL e le materie prime a meno del 15% delle esportazioni. La crescita in questi paesi è in grandissima misura dovuta alla domanda interna, non a quella proveniente dai paesi sviluppati. Non si vedono molti prodotti turchi nei negozi europei, eppure la Turchia sta crescendo a un ritmo superiore al 6%.

L'economia USA è chiaramente debole e come ripetiamo da vari anni, resterà debole per parecchio tempo. La ragione è che le "recessioni da balance sheet" o eccesso di indebitamento hanno bisogno di tempi lunghi

per essere smaltite. Se il problema è il forte indebitamento delle famiglie, la soluzione deve essere iniziare a pagare questi debiti. Ma questo si fa mediante il risparmio, e non tutti possono risparmiare contemporaneamente: le mie spese sono i redditi del mio vicino. Di conseguenza, il processo è lento e ogni brusca riduzione della spesa provoca una contrazione dell'economia, che forza le famiglie a rallentare il ripianamento dei loro debiti, fa aumentare la disoccupazione, ecc. I Grafici 34 e 35, preparati dall'Oregon Office of Economic Analysis, mostrano perché questa è una "cattiva" recessione. Il Grafico 34 mostra il tempo necessario per tornare ai livelli di occupazione precedenti nelle recessioni cicliche dell'attività economica "normale" negli USA. Il Grafico 35 rappresenta la stessa variabile ma analizzata per "recessioni da debito" in vari paesi. Come si può facilmente vedere, negli USA potrebbero rendersi necessari da 3 a 5 anni per uscire veramente da questa recessione. La crescita sarà lenta (forse una media dell'1,5 o 2% annuo) e irregolare: potrebbero verificarsi lunghi periodi al disopra di queste percentuali e altri al disotto. Nel primo caso, i mercati si ecciteranno pensando che la crisi sia finita. Nel secondo si dispereranno, temendo una doppia ricaduta (o tripla o quadrupla...).

Grafico 34: Ritorno ai picchi di occupazione, perdita posti di lavoro nelle recessioni USA

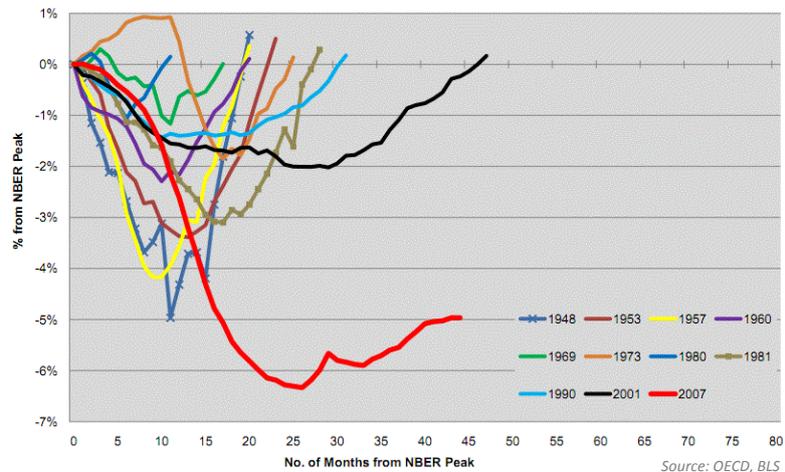
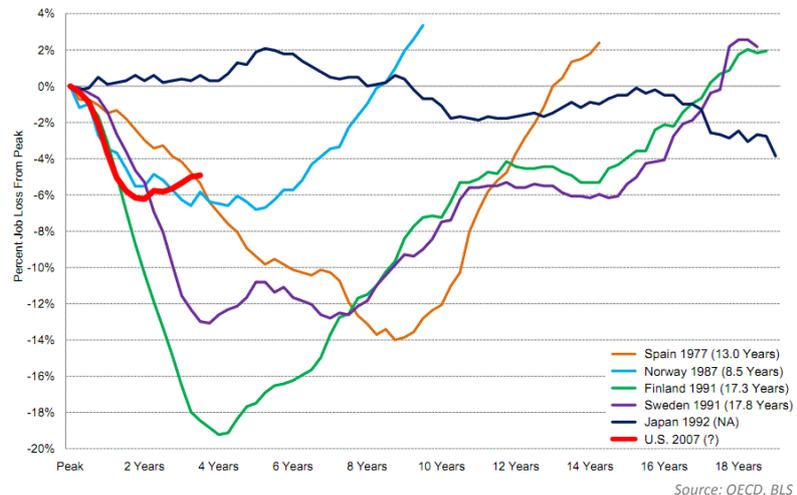


Grafico 35: Ritorno ai picchi di occupazione, crisi finanziaria e perdita di posti di lavoro.



Questi episodi di eccitazione e depressione influiranno i mercati, per cui ci aspettiamo di assistere a un numero oscillazioni maggiore di quelli visti negli ultimi 4 anni.

Ma il problema del giorno è la crisi del debito sovrano in Europa. È una crisi interessante, una replica della crisi dei mutui sub-prime negli USA: le banche hanno comprato quantità eccessive di attivi suppostamente sicuri a prezzi troppo bassi. Di conseguenza a una gran quantità di persone sono stati concessi crediti che non meritano, e molti mutuantati sono sostanzialmente in bancarotta perché non possono recuperare i soldi. Karl Marx diceva che la storia si ripete, prima come tragedia e poi come farsa. La situazione attuale presenta due grandi vantaggi rispetto al 2008 e uno svantaggio. I due grandi vantaggi sono che abbiamo già visto il film e sappiamo che alle banche non è permesso fallire; abbiamo imparato che la soluzione risiede nel riconoscimento delle perdite creditizie e la ricapitalizzazione delle banche per sostenerle. Lo svantaggio, in comparazione con la crisi USA, è che gli USA hanno un solo governo, una sola banca centrale e un solo potere legislativo competente ad adottare ogni misura, mentre l'Europa ne ha 17 (gli Stati membri dell'Eurozona), che diventano 27 in determinate questioni chiave (tutti gli Stati membri dell'UE).

Esistono basicamente tre soluzione per uscire dalla crisi attuale. Prima di tutto l'unione fiscale. I problemi finanziari sparirebbero in un ampio spazio europeo, dato che l'Eurozona nel complesso non presenta un forte indebitamento e i suoi deficit sono relativamente maneggiabili. Così si risolverebbe il problema, ma si tratta di una misura politicamente inviabile.

La seconda soluzione sarebbe rompere l'Eurozona per sbarazzarsi dei paesi meno competitivi (o, con più immaginazione, di quelli più competitivi). Così si risolverebbe il problema ma, come la cura che uccide il malato, la soluzione è peggiore del problema. Una rigorosa analisi di cosa im-

plicherebbe la rottura dell'Eurozona (modifica dei trattati approvata da tutti gli Stati membri dell'UE, fallimento sicuro della maggior parte dei sistemi finanziari e dei settori orientati all'importazione; abbandono di un unico mercato di beni e servizi che è stato il motore della crescita europea durante gli ultimi 25 anni), conduce alla conclusione che ciò non succederà.

Vi sarebbe poi una terza soluzione: tirare a campare. In questo scenario i politici si muovono solo quando si trovano con le spalle al muro: applicano rimedi a breve termine ed essenzialmente temporeggiano (almeno fino alle prossime elezioni). Possiamo attenderci forti "haircuts", tosature previe del rimborso del debito di Grecia e forse di Portogallo e Irlanda, la ricapitalizzazione delle banche europee e interventi a sostegno del mercato dei titoli di stato di Italia e Spagna. L'idea che questi paesi siano come pezzi di domino in attesa di cadere inevitabilmente uno dopo l'altro, è semplicemente sciocca. È difficile trovare economie più differenti di queste cinque. La Grecia è un rottame totale, inviabile come paese nell'attuale situazione; il Portogallo è solo sovra-indebitato; l'Irlanda sta iniziando a recuperare; la Spagna ha uno dei debiti pubblici più bassi d'Europa, anche se il debito privato è alto; e l'Italia ha un deficit pubblico tra i più bassi in Europa, con un debito pubblico estremamente alto e un debito privato estremamente basso. Non vi sono ragioni economiche perché l'Europa non possa sopravvivere a questi problemi, e lo farà. Ma sarà un affare estremamente complicato e prolungato per la mancanza di istituzioni efficienti. La Germania inoltre, quale soggetto pagatore finale, vuole assicurarsi che i paesi "peccatori" non si tirino fuori dai guai troppo facilmente. L'unico modo per spingere i politici in Portogallo, Spagna e Italia a ristrutturare le loro economie è obbligarli ad affrontare uno scenario che risulti ancor più spaventoso. Le difficoltà che sta soffrendo la Grecia saranno spinte all'eccesso, anche solo per "dare esempio agli altri", come spiegava ironicamente Voltaire, dopo l'esecuzione dell'ammiraglio inglese John Byng da parte della stessa Royal Navy per "mancare al proprio dovere di fare l'impossibile" e perdere la battaglia di Minorca.

Dovremo pertanto aspettarci una maggior volatilità sulla scia delle oscillazioni del processo politico: alcuni giorni i titoli azionari registreranno delle impennate perché una soluzione apparirà all'orizzonte (e questi titoli sono assai poco costosi e stanno venendo prezzati con uno scenario catastrofico in mente); altri giorni crolleranno quando lo scenario catastrofico sembrerà avverarsi. Ma il mondo continuerà a girare nonostante tutto.

Come influisce questo sui nostri investimenti? Innanzitutto, dobbiamo manifestare il nostro profondo dispiacere per le pessime "performance" registrate dalle azioni che avevamo scelto. È una cosa che i nostri investitori non desiderano vedere, ma in questi tempi di estrema correlazione, di tendenze di trading risk-on/risk-off (avverse/propense al rischio), l'unico modo per ottenere una "performance" veramente buona è entrare e uscire dal mercato. E questa è una cosa che noi non sappiamo fare. Quello che si sappiamo fare è analizzare le società come investimenti a lungo termine e comprarle quando non sono care. Per sfortuna è dif-

ficile valutare il futuro. Ma crediamo che le nostre valutazioni siano molto meglio di quanto sembrerebbe indicare la volatilità attuale. Gli investitori devono ricordare che il prezzo che pagano per le loro azioni è più importante del panorama economico globale. Che Nestlé si riveli un eccellente o un pessimo investimento nei prossimi 10 anni non dipende dalla soluzione della crisi del debito europeo, ma da quanto avete pagato per quelle azioni. L'acquisto di un appartamento di lusso a 30.000 € il metro quadro in una città europea, quando l'economia era in piena espansione solo pochi anni fa, era destinato a essere un pessimo investimento. Comprare lo stesso appartamento oggi, con un panorama economico desolante per i prossimi 5 anni a 1.000 € il metro quadro (se fosse disponibile) sarebbe certamente un buon investimento. Riteniamo che le nostre azioni si stiano negoziando attualmente a dei prezzi che potrebbero raddoppiare nei prossimi anni, anche tenuto conto della situazione economica mondiale.

Grafici delle classi in USD

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

Settembre 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [USD]	255.81	-27.83%	-17.28%	11.38%	332.8 *
LTIF Classic II [USD]	134.59	-27.81%	-18.04%	-2.14%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [USD]	175.03	-19.21%	-10.68%	4.52%	52.6 **
LTIF Alpha II [USD]	130.00	-19.19%	-11.52%	-3.59%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [USD] (anc. Global Energy Value Fund)	114.43	-43.08%	-28.06%	-2.23%	67.60
LTIF Emerging Market Value [USD]	91.03	-31.97%	-	-	4.23
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	3'782.76	-11.82%	-3.84%	3.44% ***	*** data di lancio di Classic

Grafico 36
LTIF – Classic USD

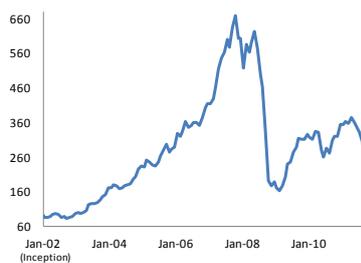


Grafico 37
LTIF – Classic II USD

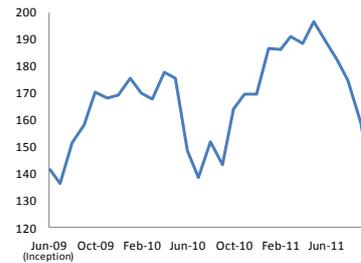


Grafico 38
LTIF – Alpha USD

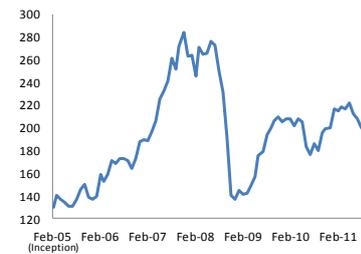


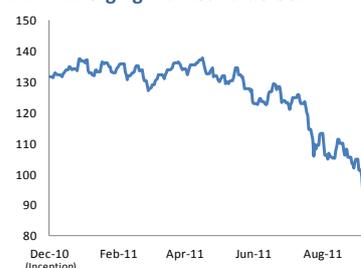
Grafico 39
LTIF – Alpha II USD



Grafico 40
LTIF – Natural Resources USD



Grafico 41
LTIF – Emerging Market Value USD



Grafici delle classi in CHF

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

Settembre 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic [CHF]	232.35	-29.67%	-23.09%	4.73%	302.28 *
LTIF Classic II [CHF]	122.24	-29.66%	-23.80%	-8.85%	* Classic & Classic II combinato
LTIF Alpha [CHF]	158.98	-21.27%	-16.95%	0.39%	47.77 **
LTIF Alpha II [CHF]	118.08	-21.26%	-17.74%	-10.19%	** Alpha & Alpha II combinato
LTIF Natural Resources [CHF] (anc. Global Energy Value Fund)	103.94	-44.53%	-33.12%	-5.85%	61.40
LTIF Emerging Market Value [CHF]	82.69	-33.70%	-	-	3.84
LTIF Stability Series [CHF] ***	176.30	-15.93%	-11.27%	2.16%	24.30
*** Rendimento tot. (incl. dividendo)	4.89	-13.92%			
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	3'420.37	-14.63%	-11.35%	-2.76% ***	**** data di lancio di Classic

Grafico 42
LTIF – Classic CHF

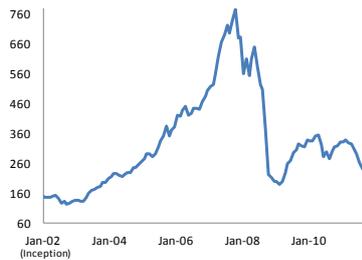


Grafico 43
LTIF – Classic II CHF

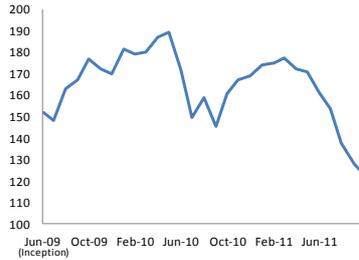


Grafico 44
LTIF – Alpha CHF

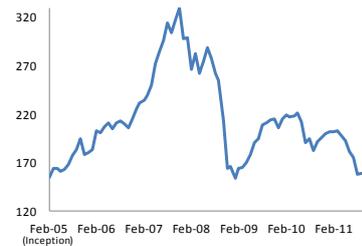


Grafico 45
LTIF – Alpha II CHF

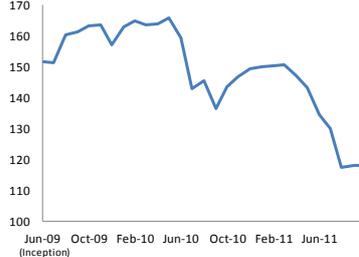


Grafico 46
LTIF – Natural Resources CHF



Grafico 47
LTIF – Emerging Market Value CHF

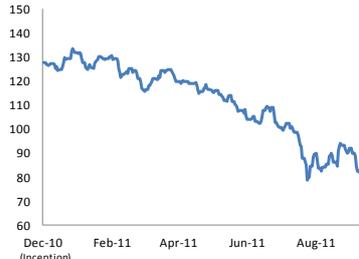
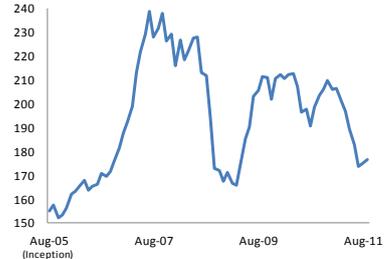


Grafico 48
LTIF – Stability CHF (without dividends)



Grafici delle classi in GBP

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

Settembre 2011	NAV	Δ YTD	Δ 12m	Rendim. annuo da data di lancio	AUM (in mio)
LTIF Classic II [GBP]	86.40	-27.45%	-17.09%	0.11%	213.63 (Classic & Classic II combinato)
LTIF Alpha II [GBP]	83.45	-18.79%	-10.50%	-1.37%	33.76 (Alpha & Alpha II combinato)
LTIF Natural Resources [GBP] (anc. Global Energy Value Fund)	73.46	-42.79%	-27.23%	0.97%	43.39
LTIF Emerging Market Value [GBP]	58.44	-31.62%	-	-	2.71
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'417.41	-12.15%	-3.35%	9.27% *	* 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 49
LTIF – Classic II GBP

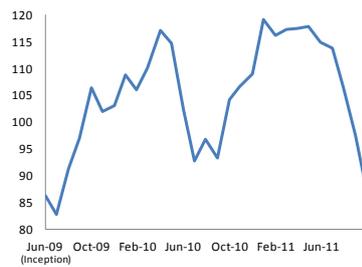


Grafico 50
LTIF – Alpha II GBP

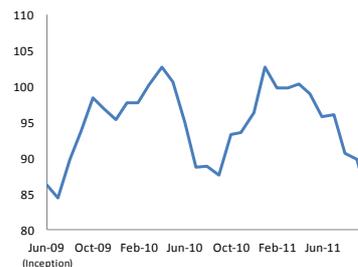
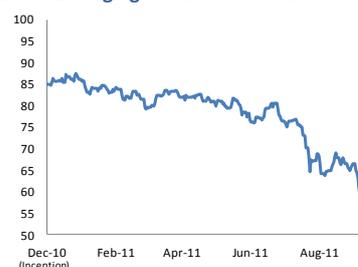


Grafico 51
LTIF – Natural Resources GBP



Grafico 52
LTIF – Emerging Market Value GBP



Legal Notice - Luxembourg

Performance up to 31.05.06 is that of the BVI-based LTIF, of which the LTIF Luxembourg is an identical successor. Previous performance is audited by Ernst & Young. Reports are available from SIA Funds AG. Past performance is no guarantee of future trends.

Long Term Investment Fund is an open-ended investment company of the umbrella type organized as a "société anonyme" under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg and qualifies as a Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") under Part I of the Luxembourg law of 20th December, 2002. It has three active compartments, called "Classic," "Alpha," and "Energy," which fully resemble both the Long-Term Investment Fund in BVI (classes "Classic" and "Alpha") and the Global Energy Value Fund with regard to their investment objectives and operational structure. This newsletter is only addressed to qualified private investors who have expressed a desire to receive it, and by no means constitutes an offer to sell financial products that may not be suitable for its readers.

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 FGE C LX

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTI FGE G LX

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 FEM C LX

LTIF – Emerging Market Value GBP

ISIN: LU0553296053
Telekurs: 11'901'451
Bloomberg: LTI FEM G LX

Administrator:

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

Investment Manager:

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Switzerland

Custodian:

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

Registered Office:

1, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Luxembourg

Legal Notice - Switzerland

Performance up to 30.09.06 is that of the LTIF BVI Fund, restated in CHF, of which the LTIF Stability is an identical successor. Previous performance is audited by Ernst & Young. Reports are available from SIA Group. Past performance is no guarantee of future trends.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) was approved by the Swiss Banking Commission on July 13, 2006. The fund started trading denominated in Swiss Francs as of October 1st, 2006. This newsletter is only addressed to qualified private investors who have expressed a desire to receive it, and by no means constitutes an offer to sell financial products that may not be suitable for its readers.

LTIF – Stability Growth

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

LTIF – Stability Income Plus

ISIN: CH0135996012
Telekurs: 13'599'601
Bloomberg: LTI FSI P 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