

Figure 1
LTIF – Classic EUR

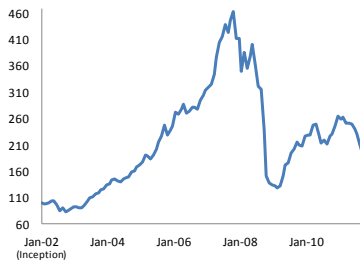


Figure 2
LTIF – Classic II EUR

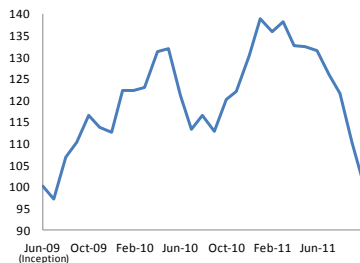


Figure 3
LTIF – Alpha EUR

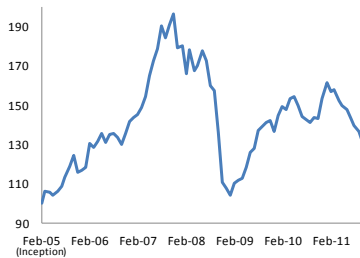
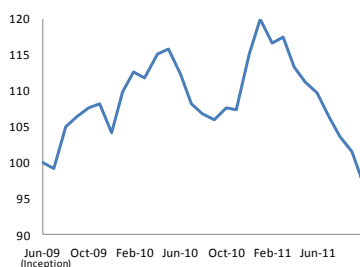


Figure 4
LTIF – Alpha II EUR



Long Term Investment Fund

Les figures 1 à 7 et le tableau 1 illustrent l'évolution récente de la Valeur liquidative de nos fonds. Un peu plus loin dans cette lettre d'information, nous commenterons de manière plus spécifique l'évolution de chaque Fonds ainsi que nos prévisions. Mais nous aimerions tout d'abord examiner quelques idées en ce qui concerne les dividendes en espèces et présenter notre fonds Long-Term Investment Fund – Stability Income Plus.

Tableau 1: Valeur liquidative – Encours sous gestion de nos fonds

Septembre 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
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 combinés
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 combinés
LTIF Natural Resources [EUR] (anc. 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
*** Rendement total (à dividendes inclus)	4.89	-13.92%			
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	2'812.67	-12.37%	-2.61%	-0.81% ****	**** date de lancement de Classic

Une brève histoire de ... sardines

C'est une vieille blague dans le domaine des investissements : il y a quelque temps, une marque spécifique de sardines en boîtes haut de gamme est devenue de plus en plus rare car l'usine ne parvenait pas à trouver suffisamment de poissons sur le marché correspondant à la qualité demandée. Cette rareté a entraîné l'augmentation des prix car les amateurs de sardines se sont mis à renchérir sur les prix de ces conserves à cause de la baisse de l'offre. Étant donné la longue durée de conservation de ce produit, quelques personnes ont commencé à revendre leurs boîtes de conserve en faisant un bénéfice grâce à l'augmentation de prix. Bientôt, les personnes qui ne mangeaient pas de sardines se sont rendu compte qu'un peu de spéculation leur permettrait de faire des bénéfices substantiels. Au final, le prix a largement dépassé ce que tout mangeur de sardines raisonnable était prêt à payer mais cela ne faisait rien car les sardines étaient surtout achetées comme un véhicule de négociation.

Un jour, un homme riche a décidé d'impressionner sa famille, qui étaient tous de fervents amateurs de sardines, en ouvrant une boîte de cette marque très chère. Tout le monde trépida au moment de l'ouverture du couvercle. À la grande consternation de tous, les sardines étaient périmées. L'homme, très en colère, appela la personne qui lui avait vendu les

Figure 5
LTIF – Natural Resources EUR

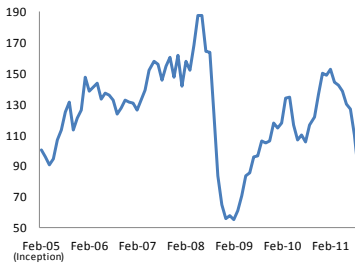
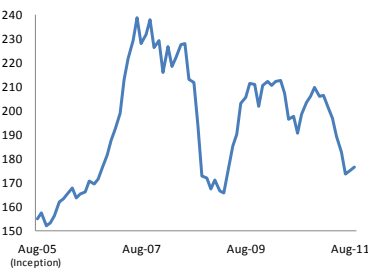


Figure 6
LTIF – Emerging Market Value



Figure 7
LTIF – Stability CHF (without dividends)



sardines, lui demanda des excuses et exigea un remboursement. Le vendeur très étonné lui répondit : « Quoi, vous avez ouvert la boîte ? » Mais ... ces sardines sont uniquement un investissement, elles ne sont pas destinées à être mangées ! » (Sur le même registre, deux caisses de DRC Romanée-Conti 1988, un vin blanc de Bourgogne de haute qualité, ont été vendues il y a quelques mois à Hong Kong pour 107 000 \$ chacune. Le vin de Bourgogne a tendance à bien vieillir malgré tout. S'il est bien conservé il ne devrait pas s'éventer avant longtemps).

Entre 1983 et 1999, l'indice S&P 500 a enregistré un rendement annualisé de 18 % et a multiplié sa valeur par plus de 10 fois. Son prix n'a été négatif que pendant deux années (1990 et 1994, 6,5 % et 1,5 % respectivement). Par conséquent, il a fait la fortune de toute une génération d'investisseurs en Bourse. Lorsque les investisseurs s'habituent à ce niveau de gain annuel, ils deviennent de moins en moins intéressés par l'utilité réelle de l'actif négocié (est-ce que ces sardines sont vraiment bonnes ?) et restent focalisés sur l'appréciation du prix. Mais un actif doit, au final, être utile à quelque chose pour justifier son prix. S'agissant des cas des actions de sociétés, elles sont utiles parce qu'elles représentent le titre de propriété d'une société qui (à un certain stade) fait des profits en reversant une partie de ces bénéfices à ses propriétaires. Sinon, c'est juste un jeu qui consiste à « se passer la boîte ». Le prix des actions ayant augmenté de plus de 15 % par an au cours des années mentionnées ci-dessus, les investisseurs ont fini par oublier le taux de rendement en dividendes (encore une fois, est-ce que les sardines sont vraiment bonnes ?), qui était de 2 % par an en moyenne pendant cette période et qui a fini à 1 % en 1999. Une erreur d'arrondi. Les sardines n'avaient pas d'importance.

Aujourd'hui, après 11 années de performance médiocre pour le cours des actions et de fortes augmentations des bénéfices, les sociétés versent environ 4 % de dividendes sur le prix de leurs actions. Ce taux, dans un contexte de taux d'intérêt bas, est un rendement très attrayant comme nous en discuterons brièvement. Mais, même un montant comme celui-ci peut aisément se trouver complètement dilué dans les énormes fluctuations de prix que nous connaissons en ce moment. Cet été, la plupart des cours des sociétés ont fluctué sur plusieurs jours plus que leur rendement annuel total en dividendes. Il est donc très facile d'oublier le taux de rendement en dividendes : qui se soucie d'un paiement de 4 % par an si les actions sous-jacentes ont baissé de 10 % rien que sur le mois d'août, ou si elles subissent une augmentation du même ordre au cours des prochains mois ? Les investisseurs sont obnubilés par les fluctuations de prix et non pas par les dividendes.

Mais les taux de rendement des actions sont composés de deux éléments : les dividendes perçus et l'appréciation du prix des actions. Sur le long terme, les versements de dividendes constituent un composant essentiel du rendement des actions. Si nous appliquons un coefficient d'ajustement pour tenir compte de l'inflation, les dividendes représentent généralement plus de la moitié des rendements à long terme des

marchés financiers, le reste étant représenté par l'augmentation des prix. À court terme, les variations de prix sont brutales, très difficiles à prévoir, les hauts et les bas étant contrebalancés sur le long terme de toute façon. Mais les dividendes, comme nous le verrons ci-dessous, sont constants et relativement faciles à prévoir. Ils constituent donc une bonne base sur laquelle nous pouvons ancrer notre philosophie d'investissement. En fin de compte, il faut avoir quelque chose à manger.

La nature des dividendes

Tout d'abord, les dividendes sont des espèces (nous ne tenons pas compte des dividendes versés sous la forme d'émission de nouvelles actions car elles n'ont aucune valeur économique : quelqu'un possède, disons 4 % de plus d'actions, chacune d'entre elles valant exactement 4 % de moins). Les investisseurs peuvent réellement dépenser ces dividendes ou alors les investir dans tout placement qu'ils estiment valable, sans pour autant diminuer la valeur réelle de leur investissement initial. Les dividendes sont réglés sur les bénéfices et, à de rares exceptions près, représentent le « cash-flow excédentaire », c'est-à-dire l'argent que la société a gagné et non pas l'argent qui est nécessaire à la société pour assurer sa pérennité et sa croissance. Les dividendes représentent donc de réels bénéfices. Leur taux de croissance, sur le long terme, est supérieur au taux d'inflation. Les dividendes ne sont donc pas seulement protégés contre l'inflation mais ils renferment un potentiel de croissance réel. En outre, on peut prévoir leur taux de croissance : à nouveau, à de rares exceptions près, leur taux de croissance est plus ou moins équivalent au taux de croissance de l'économie globale tous les ans. La figure 8 illustre les dividendes réglés par les sociétés de l'indice S&P 500 sur les 50 dernières années. Le seul plongeon notable, en 2009, est imputable au secteur bancaire, qui a toujours été par le passé un très gros payeur de dividendes et qui a presque fait faillite. La plupart des sociétés ne connaissent pas ce problème, comme l'illustre la figure 9, pour un groupe représentatif de nos investissements. Sur les deux figures, nous avons ajouté l'évolution du prix des actions : de toute évidence, les dividendes sont bien plus stables que le prix des actions.

Figure 8: Évolution de l'indice et dividendes réglés par les sociétés de S&P 500, en USD, 1960 – 2011 (chiffres estimés)

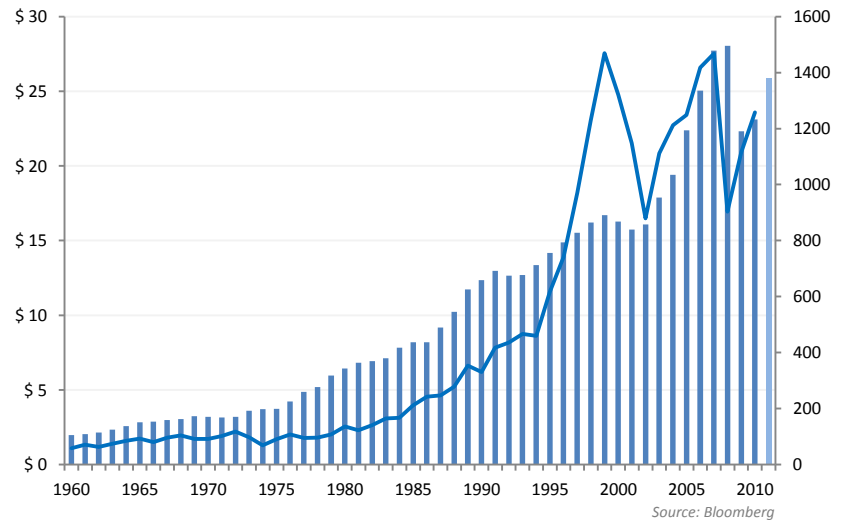
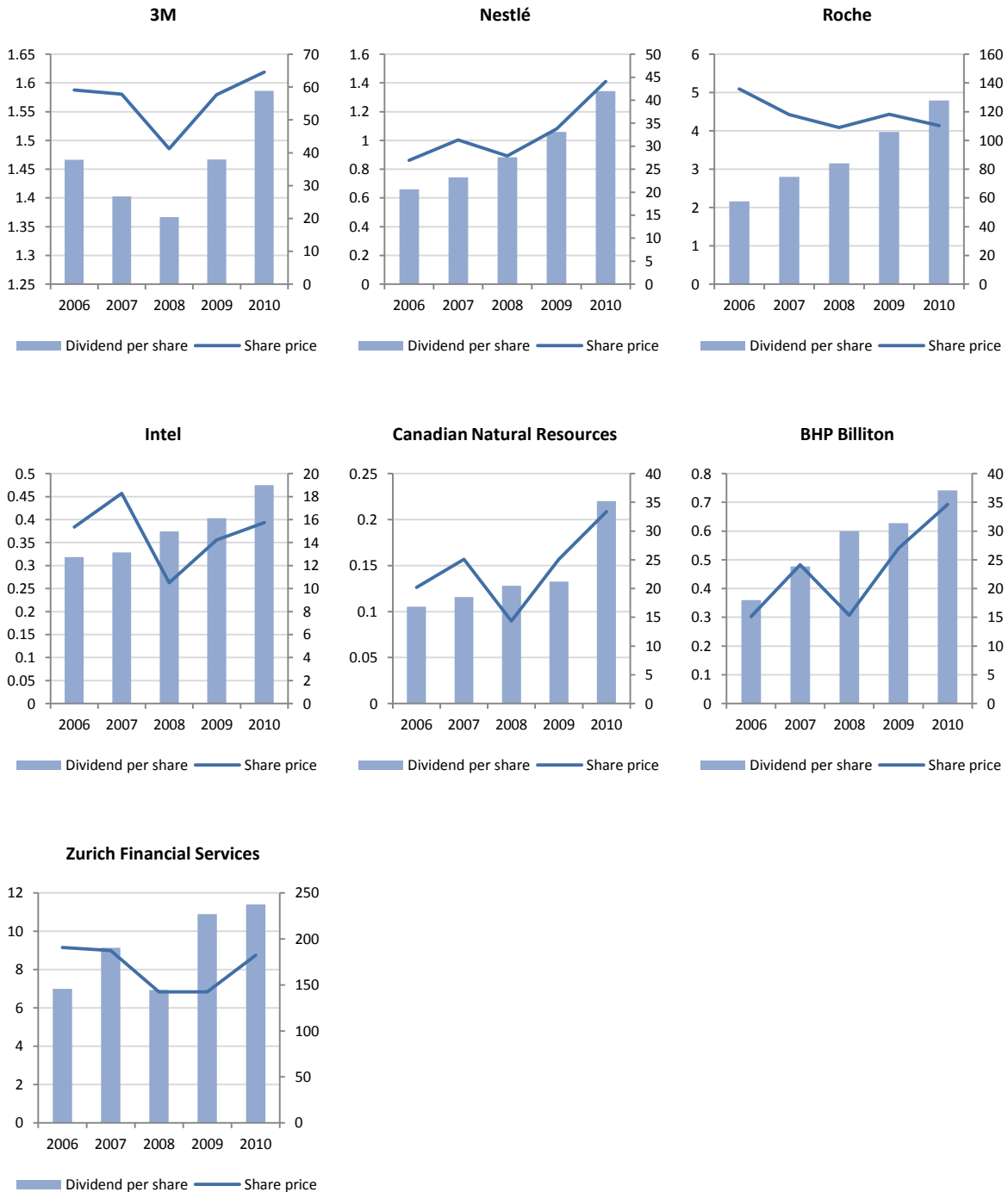


Figure 9: Dividendes par action réglés par 3M, Nestlé, Roche, Intel, CNQ, BHP Billiton, Zurich Financial, en euros, au cours de cinq dernières années



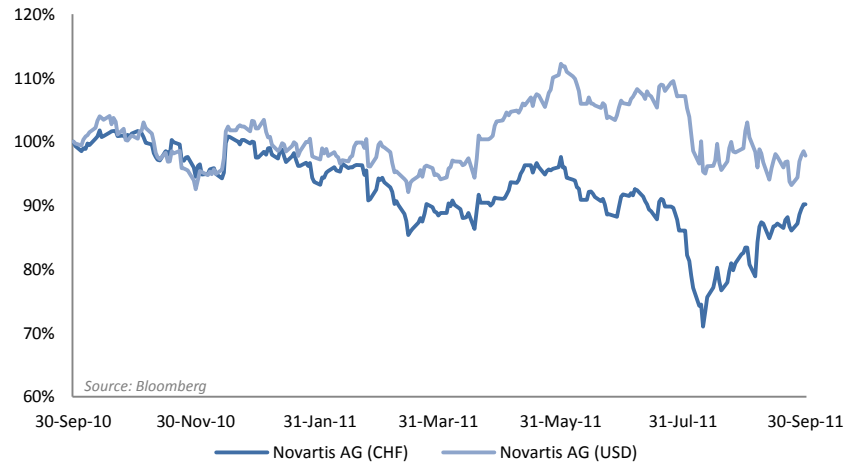
La conséquence de ce qui suit est importante pour un investisseur : **le détenteur d'un bon portefeuille d'actions qui dépense ce qui lui est versé en dividendes sera au final plus riche, quelle que soit l'évolution du prix de ses actions et quel que soit le taux d'inflation.** Si les actions sont bien sélectionnées et bien diversifiées, on peut affirmer que ce portefeuille sera un des investissements les moins risqués du monde sur le long terme. La combinaison de la visibilité et de la sécurité devrait être extrêmement attractive en ces temps de profonde incertitude économique. Par ailleurs, la performance à long terme des dividendes vient s'ajouter à cet atout : une personne qui aurait investi un million de dollars dans les sociétés du S&P 500 il y a cinquante ans percevrait pratiquement 500 000 dollars en dividendes cette année et aurait perçu sur les 50 dernières années, pratiquement 10 millions de dollars en espèces, une somme qu'elle aurait pu dépenser ou bien réinvestir, comme bon lui semble. De plus, son investissement initial aurait actuellement une valeur de près de 15 millions de dollars sur le marché.

La catégorie d'actions LTIF Stability Fund Income Plus

Notre fonds LTIF Stability a un portefeuille similaire à nos fonds Classic ou Alpha mais il couvre les risques du marché (comme le fonds Alpha), et il est légèrement surpondéré sur les actions moins volatiles et investit jusqu'à 15 % de ses actifs dans des obligations à rendement élevé. Sa performance a été assez satisfaisante car il a été classé, dans le cadre de plusieurs sondages, comme le fonds numéro un de la performance à long terme parmi tous les fonds enregistrés en Suisse.

Cette performance a été quelque peu masquée par la forte appréciation du franc suisse : comme tout actif dont la réalité économique n'est pas purement en Suisse, son prix en francs a chuté. La figure 10 donne un exemple du cours des actions Novartis à Zurich et New York. Dans les deux cas, l'entité économique est la même (la même fraction de Novartis) mais le prix et la performance semblent très différents. En fait, ils ne sont pas différents, il s'agit juste de devises que nous utilisons pour observer la même réalité.

Figure 10: Cours de l'action Novartis en franc suisse et de Novartis en dollar US au cours des 12 derniers mois, en montant indexé



Si l'on regarde l'évolution de notre fonds Stability en euros, la devise qu'utilisent la plupart de nos investisseurs, nous constatons une performance annuelle de 7,7 % sur les cinq dernières années, ce qui soutient bien la comparaison avec les 2 % obtenus par le World Index, également en euros. La performance annuelle du fonds, en francs suisses est de 2 %, contre 3,5 % pour le World Index, également en francs suisses.

Figure 11: LTIF Stability par rapport au MSCI World Index, en euro, depuis le lancement, en montant indexé

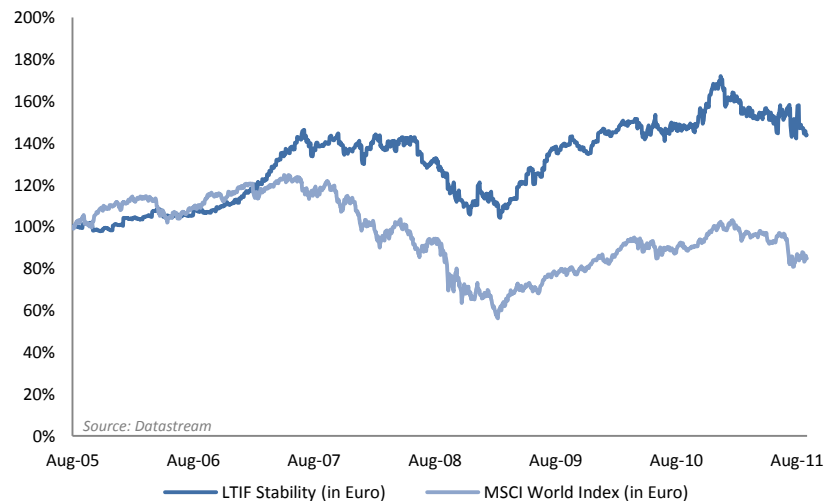
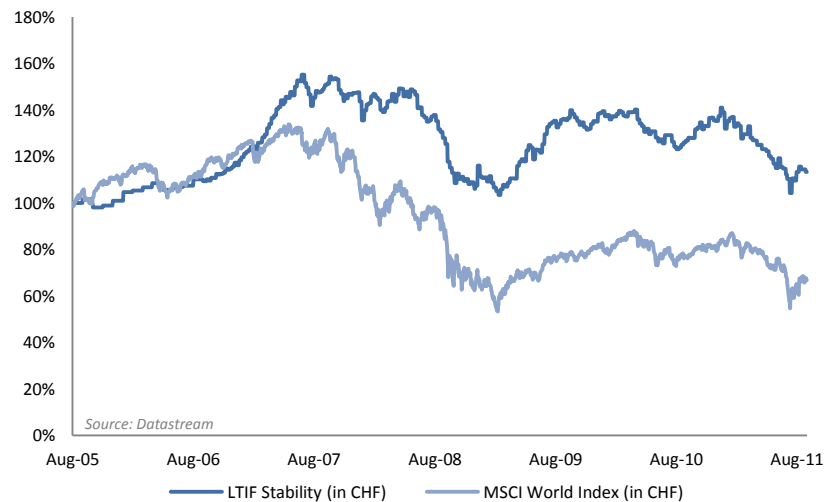


Figure 12: LTIF Stability par rapport au MSCI World Index, en franc suisse, depuis le lancement, en montant indexé



L'objectif du fonds, tout comme les autres fonds SIA, n'est pas de verser des dividendes mais de les réinvestir directement en actions. C'est ce qu'ont préféré faire la plupart de nos investisseurs. Mais, pour respecter les réglementations suisses qui sont complexes, nous avons dû verser des dividendes pendant les dernières années (2009, 2010 et 2011). Pour donner le choix aux investisseurs, nous partageons à présent le fonds en deux catégories d'actions différentes : Growth et Income Plus. La catégorie d'actions Growth ne versera jamais de dividendes contrairement à la catégorie Income Plus qui effectuera un versement une ou deux fois par an (la fréquence dépendant également des réglementations).

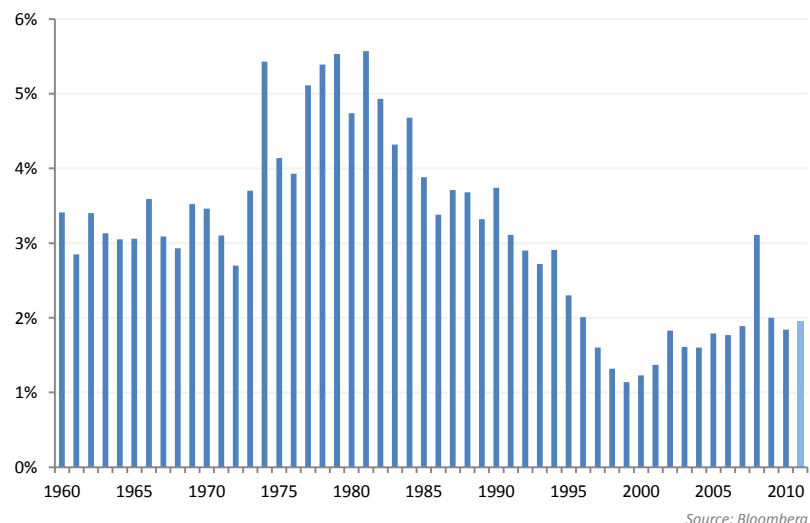
Nous avons prévu de maintenir notre philosophie d'investissement en achetant des actions sous-valorisées, en couvrant de manière dynamique les marchés et les devises et en achetant également de manière opportuniste des obligations à rendement élevé. Nous anticipons un premier versement de dividendes de 8 francs suisses, ce qui représente 5 % du prix du fonds aujourd'hui. Par la suite nous tenterons d'augmenter ce montant d'au moins 3 % à 4 % par an. Ce versement devrait assurer un rendement à long terme de 8 % en espèces, plus l'appréciation des actions. C'est la raison pour laquelle nous appelons ces actions « Income Plus » car elles offrent non seulement des revenus mais renferment également un potentiel d'appréciation des dividendes et, dans une moindre mesure, du cours de l'action.

Les actions de la catégorie « Growth » seront attribuées automatiquement aux nouveaux investisseurs (sans aucun versement de dividendes) bien qu'ils puissent, à tout moment, opter pour la catégorie « Income Plus ». Dans ce cas, ils percevront automatiquement des dividendes annuels ou semestriels.

Nous espérons que ce produit sera très utile aux investisseurs à la recherche de revenus constants et sécurisés qui ne sont pas érodés par l'inflation. Il pourra également aider tous les investisseurs : en observant l'augmentation annuelle et constante des versements en espèces, il se peut que les investisseurs finissent par attacher davantage d'importance aux sardines et moins aux prix volatils des boîtes de conserves !

Mais le produit n'est pas « intemporel ». Il offre aujourd'hui un rendement élevé en dividendes parce que le prix des actions est bas et non pas parce que les dividendes sont élevés. Les dividendes ne changent pas tant que cela, ils progressent doucement. Ceci signifie que, à quelques surprises près, le fonds Income versera 8 francs suisses, indépendamment du mouvement baissier continu ou du mouvement fortement haussier des actions. Si les actions augmentent rapidement (disons de 20 %), ces 8 francs ne représenteront pas 5 % de l'investissement mais seulement 4 %. C'est lorsque le cours des actions est bas qu'il est possible de « bloquer » de bons rendements. Une fois qu'elles remontent, c'est trop tard. C'est un peu comme acheter un appartement dans un but locatif lorsque chacun sait pertinemment que le loyer est un montant relativement fixe qui augmente tous les ans. Il faut acheter lorsque le prix de l'appartement est bas et non pas lorsque le marché de l'immobilier connaît une « reprise ». Les investisseurs devraient moins considérer les actions comme des boîtes de sardines car chacun sait que ce qui importe ce sont les sardines et pas les boîtes, et ils devraient acheter des sardines lorsqu'elles sont bon marché. La figure 13 illustre les taux de rendement différents qu'un investisseur peut « bloquer » selon le moment de l'achat. Il est évident que les pires années étaient la fin des années 90 (lorsque tout était en hausse et que tout le monde vantait les miracles des investissements en actions) et le meilleur moment a été évidemment 2008 lorsque les actions ont été bradées.

Figure 13: Rendement en dividendes de S&P 500 en fin d'exercice, 1960 – 2011 (estimé)



Un dernier point. Le fonds Stability est un produit réglementé par la législation suisse. Certains investisseurs européens ne peuvent, pour des raisons réglementaires, investir dans ce type de fonds. Pour ces investisseurs, un fonds équivalent au Luxembourg est disponible. Veuillez nous contacter si vous êtes intéressé.

Commentaires sur nos portefeuilles

La figure 14 illustre l'évolution de la valeur liquidative de notre fonds Classic par rapport aux principaux indices sur les 12 derniers mois. Cette évolution est, manifestement, le résultat combiné de l'évolution des investissements du Fonds. Il sera donc utile d'analyser ces investissements de manière détaillée. Nous procéderons à une analyse pour chaque secteur dans lequel nos positions sont regroupées, tel qu'indiqué sur la figure 15.

Figure 14: LTIF Classic, MSCI World Index, S&P 500 Index et Euro Stoxx 50 Price Index, en euros, sur les 12 derniers mois, en montant indexé

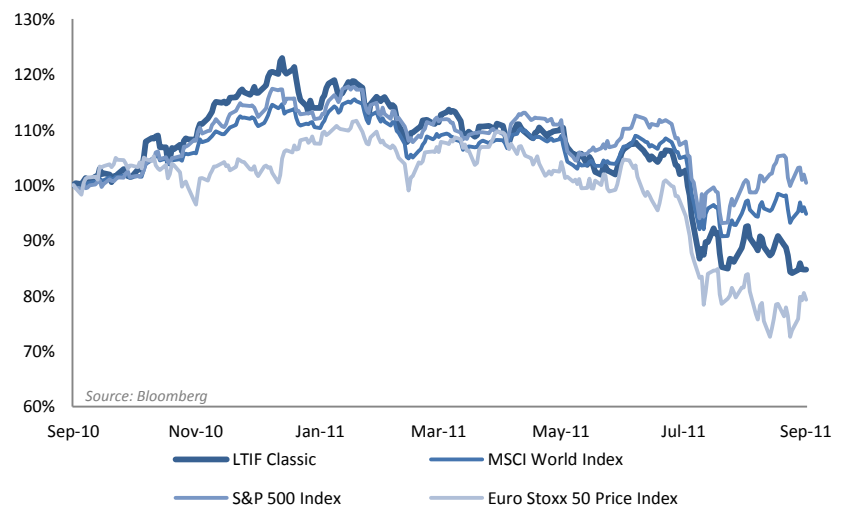
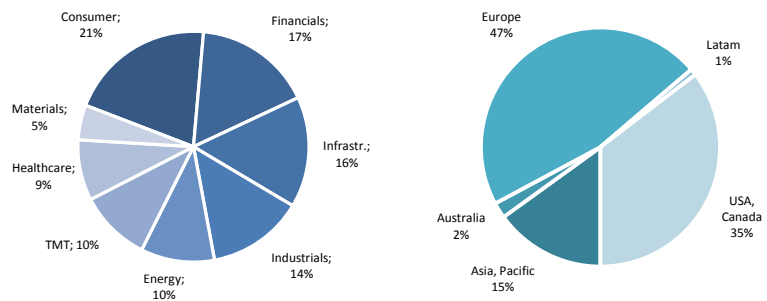


Figure 15: Ventilation par secteur et zone géographique du fonds LTIF Classic au 30 septembre 2011



Commençons par un secteur qui représente une très grande position et qui a connu une évolution très négative au cours des derniers mois, tout particulièrement au cours des dernières semaines : les ressources naturelles. Au 30 septembre, ce secteur représentait 15 % du portefeuille, contre 28 % au début de l'année. Nous divisons cette position en deux « sous-secteurs » : énergie et matières premières.

La figure 16 montre l'évolution sur neuf mois des actions du secteur Énergie que nous détenons, par rapport à l'indice Actions World Index et au fonds Classic. La figure 17 reflète l'évolution des actions du sous-secteur matières premières.

Figure 16: Évolution du prix de l'action de OXY, Hess, Bankers, Crew, CNQ, Suncor, Schlumberger, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, depuis le début de l'année en cours, en montant indexé

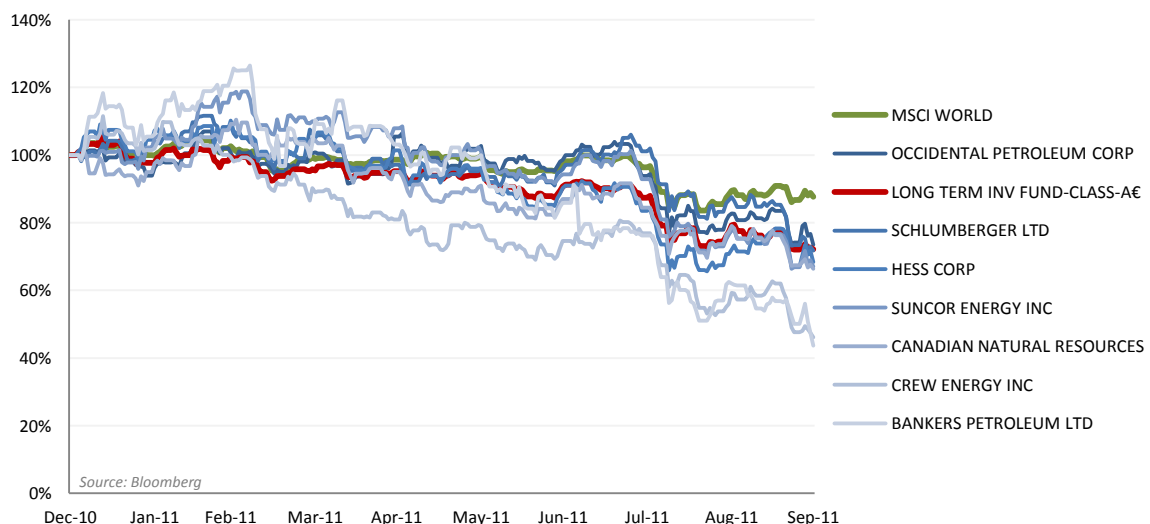
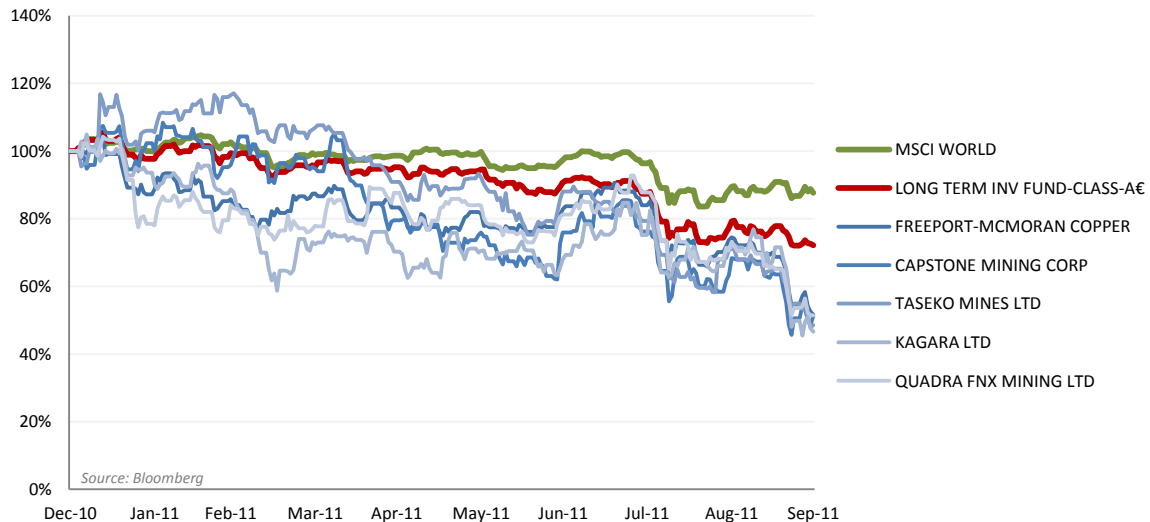


Figure 17: Évolution du prix de l'action Quadra, Taseko, Freeport, Capstone, Kagara, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, depuis le début de l'année, en montant indexé



Dans une très large mesure, cette énorme chute de prix est responsable de la « sous-performance » du fonds Classic au cours des derniers trimestres.

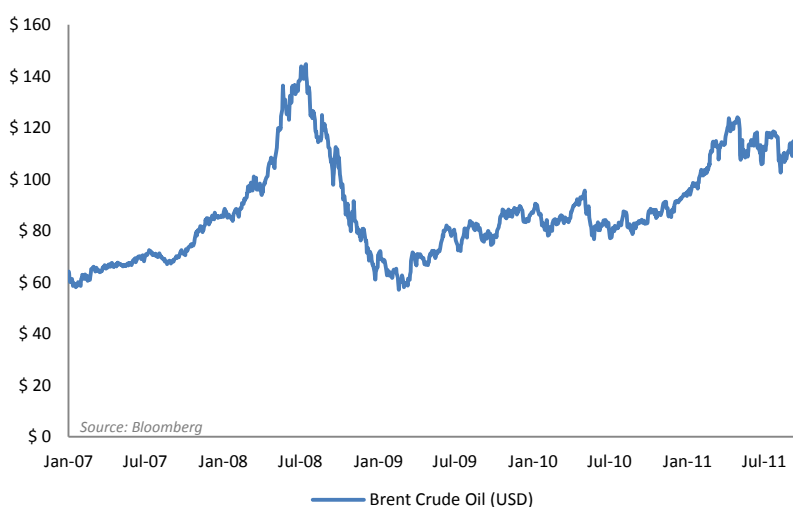
Bien qu'il soit certainement décevant pour nos investisseurs de constater une telle chute de la Valeur liquidative, nous devons analyser ses causes avant de la considérer comme une « perte ». Est-ce que les fondamentaux de ces sociétés, c'est-à-dire leur capacité bénéficiaire future, sont fortement diminués ou est-ce que les investisseurs réagissent aux problèmes avec une vue à court terme ... ou même anticipent de nouveaux problèmes ?

Prenons une de nos sociétés par exemple : Canadian Natural Resources, un producteur de pétrole et de gaz naturel domicilié au Canada qui est présente sur trois continents. Selon nos estimations, le rendement anticipé d'un investissement dans la société, aux prix actuels, est de 17,5 % du prix de l'action actuel par an. Ceci signifie que, si nos chiffres sont exacts, les investisseurs perçoivent l'équivalent de 17,5 % du prix actuel de l'action par an, à perpétuité. À l'heure actuelle, ils ne perçoivent environ que 3 % de dividendes en espèces mais nous pensons que la réserve de projets qui sera prochainement exploitée, appuyée par les énormes réserves de pétrole au Canada, finiront par produire le résultat escompté.

La composante clé d'une telle prévision est, naturellement, le prix futur du pétrole. Nous avons utilisé nos chiffres en prenant une hypothèse de base très simple : le pétrole sera valorisé à environ 100 \$. C'est un peu inférieur au prix d'aujourd'hui et ce prix va certainement fluctuer. Mais c'est ce que nous avons prévu, en moyenne, à court et moyen terme et, au moins, à long terme.

Nous utilisons 100 \$ comme le prix à « long terme » car c'est le prix minimum requis pour que les nouveaux projets soient rentables. Si le prix tombe en dessous de ce niveau pendant une période de temps modérée (quelques mois), les sociétés commenceront à annuler des projets d'expansion et, compte tenu du taux de déplétion moyen de 6 à 10 % par an des puits de pétrole, il se peut que l'on manque rapidement de pétrole. En fait, c'est ce qui s'est passé pendant la crise très grave de 2008 lorsque le cours du pétrole a chuté précipitamment du fait d'un déstockage et s'est repris relativement rapidement pour atteindre son prix à long terme, comme on peut le constater sur la figure 18.

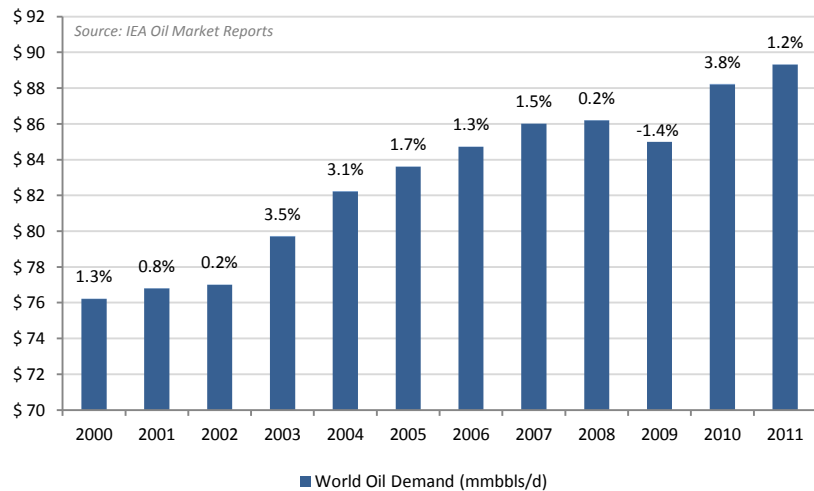
Figure 18: Cours quotidien du Brent, en USD, de 2007 à aujourd'hui



Que se passerait-il en cas de récession et si le cours du pétrole chutait en dessous de son prix « d'équilibre » à long terme pendant un certain temps ? C'est clairement ce que craint le marché. Procédons maintenant à une analyse de sensibilité.

Si la demande chute de 1,4 % (ce qui s'est passé en 2009, comme l'illustre la figure 19), le prix pourrait s'ajuster de 20 \$. Nous pourrions alors créer un nouveau prix plancher (« *price deck* ») qui ressemblerait à ceci : le pétrole en moyenne chutera à 80 \$ en 2012, remontera à 90 \$ en 2013 puis se stabilisera autour de 100 \$.

Figure 19: Demande mondiale de pétrole et variation en pourcentage d'une année sur l'autre, en USD, de 2000 à aujourd'hui



En appliquant à ces prix les réalités et projets du CNQ, le rendement annuel prévu chuterait de 17,5 % dans le « scénario de base » à 17 %. À notre avis, c'est investissement est, sans contexte, un bon investissement et il le serait encore si le prix de l'action était 25 % plus élevé.

Un point de vue similaire peut être adopté pour les sociétés du secteur des matières premières. Prenons par exemple Freeport-McMoRan Copper & Gold, le plus grand producteur indépendant de cuivre : son rendement annuel anticipé, à nouveau, selon nos estimations, est de 17 % sur la base des prix actuels. Ces estimations sont basées sur le « prix plancher » suivant du cuivre :

Tableau 2: Estimation SIA, « prix plancher » du cuivre en USD, 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

Si le monde connaissait une récession très grave, les prix pourraient ressembler à ceci :

Tableau 3: Estimation de SIA, prix du cuivre en cas de récession en USD, 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

Il n'est pas raisonnable d'anticiper des prix plus bas que ceux mentionnés ci-dessus, sauf si l'économie mondiale ne connaît plus jamais de croissance, tout simplement parce que les contraintes en termes d'offre sont encore pires que pour le pétrole et que l'augmentation du coût des nou-

velles installations est encore plus rapide. Avec ces prix à court terme, fortement réduits, le rendement attendu des actions Freeport aux prix actuels serait de 15 %. À nouveau, nous pensons que c'est un excellent investissement et qu'il le resterait si son cours était bien plus élevé.

Si ces actions sont si peu chères, pourquoi ont-elles donc tant chuté ? Nous avons copié un texte de J.M. Keynes, publié en 1936, qui, à notre avis, explique beaucoup de choses qui se passent actuellement.

« ...un investissement professionnel peut être assimilé à ces concours publiés dans les journaux dans lesquels les participants doivent choisir les six plus jolis visages sur une centaine de photos, le prix étant décerné au participant dont le choix correspond le plus aux préférences moyennes des participants pris dans leur ensemble ; chaque participant doit donc choisir, non pas les visages qu'il trouve lui-même jolis mais ceux qui, selon lui, seront jugés les plus jolis par les autres participants, ces derniers étant censés examiner la question en se plaçant sous la même perspective. Il ne s'agit pas de choisir des visages qui, à sa connaissance, sont les plus jolis ni même ceux que l'opinion générale désigne comme étant les plus jolis. Nous avons atteint un troisième degré où nous utilisons notre intelligence pour prévoir ce que l'opinion moyenne pense que sera l'opinion moyenne. Et certains, je crois, pensent au quatrième ou cinquième degré ou à des degrés supérieurs. »

J.M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936.

Tous les investisseurs ont tous encore gardé à l'esprit les événements horribles de 2008 et la plupart d'entre eux sont résolument déterminés à ne pas revivre le même cauchemar. Dès lors, s'ils voient le moindre signe de récession, ou s'ils perçoivent que d'autres investisseurs craignent une récession, ou s'ils perçoivent que d'autres investisseurs sont susceptibles de craindre une récession ... ils se mettent à vendre. Comme on le constate souvent sur les marchés financiers, les mouvements violents s'autoalimentent : de nombreux investisseurs qui voient chuter les actions de producteurs de cuivre en concluent alors précipitamment qu'une récession se profile certainement à l'horizon et donc que les actions de producteurs de cuivre doivent être vendues et non achetées. Cette dynamique rend la décision de vente justifiée à court terme, naturellement, car il se peut que les prix poursuivent leur tendance baissière pendant un certain temps. Mais la rentabilité fondamentale de ces sociétés ne le garantit pas et, sauf si la décision est couplée à un « achat » au bon moment, elle ne se traduira pas par des rendements à long terme. Si Keynes pensait en 1936 que certains investisseurs jouaient à la « devinette » au quatrième, cinquième degrés et à des degrés supérieurs, imaginez ce qui doit être en train de se passer maintenant avec un énorme secteur financier qui gagne bien sa vie en négociant des titres, aidé par une armée des traders informatisés « haute fréquence », des investissements basés sur des algorithmes, des actifs synthétiques, des produits dérivés, etc. Nous

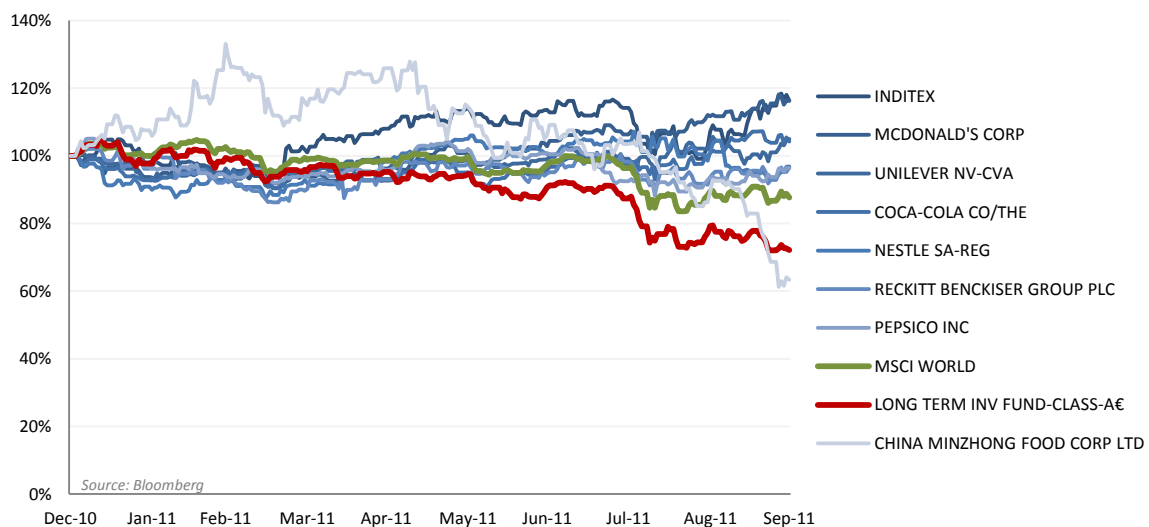
reviendrons sur ce point plus tard lorsque nous discuterons de notre anticipation des marchés pour les mois et les années à venir.

Nous pensons que nos investissements dans les ressources naturelles sont sains. Aucune de nos sociétés produisant des ressources naturelles ne s'est endettée de manière significative et elles peuvent toutes surmonter une récession sans perdre leur capacité bénéficiaire à long terme. À nouveau, le secteur s'est révélé extrêmement volatil et il est « responsable » de notre sous-performance temporaire. Mais nous sommes convaincus que les raisons fondamentales qui motivent nos investissements dans ces sociétés, à savoir l'urbanisation constante de deux milliards de personnes au cours des prochaines décennies, conjuguée à la difficulté économique d'augmenter l'offre de certaines matières premières essentielles, produira des résultats à long terme excellents pour nos investisseurs.

Biens de consommation de base

Le second secteur en termes de volumes est celui des « biens de consommation » qui représente pratiquement 20 % de notre portefeuille. La figure 20 montre l'évolution des actions que nous avons en portefeuille ainsi que celui du World Index et du fonds Classic.

Figure 20: Prix des actions depuis le début de l'année de Nestlé, Unilever, Coke, Pepsi, Reckitt, Inditex, McDonald's, China Minzhong, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, en montant indexé



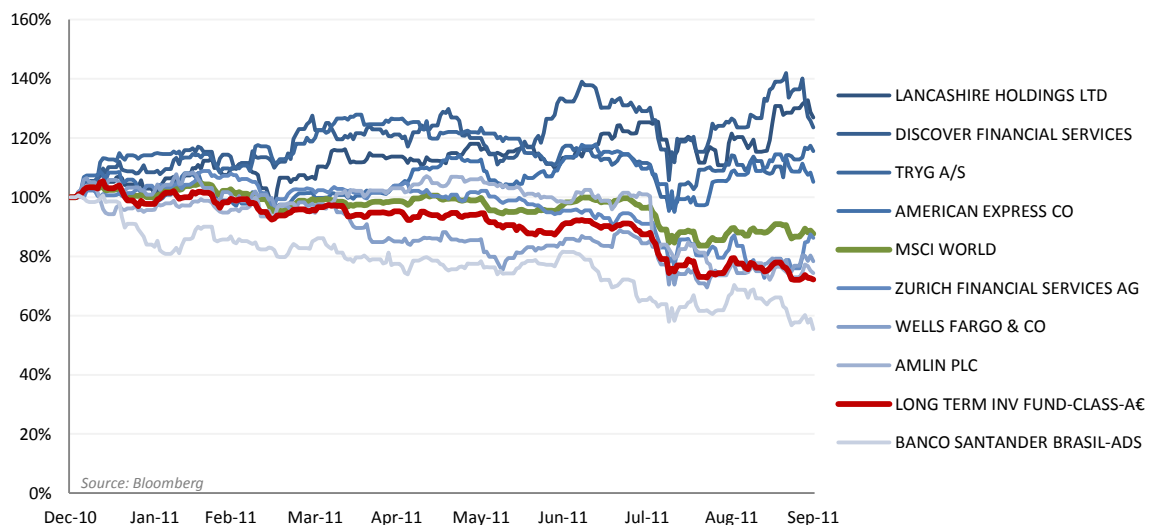
Nous pensons que nos investissements dans ce secteur ont été bien planifiés et que les sociétés offrent un excellent équilibre entre rentabilité et stabilité. Nous anticipons un rendement supérieur à 10 % par an pour toutes nos sociétés, et, comme l'illustre la figure 20, elles peuvent enregistrer ce rendement avec sans trop de volatilité.

En fait, comme nous l'avons mentionné lorsque nous avons discuté du fonds Stability, nous pensons que certaines de ces sociétés (Nestlé, Coca-Cola, McDonald's...) offrent une opportunité très rare de constituer un portefeuille assorti de rendements à deux chiffres (bas de la fourchette) et d'un risque extrêmement faible.

Financières

Nous détenons depuis très longtemps une position dans les assureurs et réassureurs IARD. Nous avons récemment ajouté trois banques (Wells Fargo aux États-Unis, Santander au Brésil, et DGB en Corée) et quelques sociétés « spécialisées » : American Express et Discover (une société américaine de cartes de crédits). Nous pensons toujours que les assureurs IARD offrent un excellent investissement, complètement décorrélé du cycle économique. Les banques sont, au contraire, étroitement liées au cycle économique mais nous pensons que nos trois investissements se comporteront très bien, vu leur niveau de prix très bas et leurs rendements excellents à long terme.

Figure 21: Prix des actions depuis le début de l'année de Amlin, Lancashire, Tryg, Zurich, Santander Brasil, Amex, Discover, Wells Fargo, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, en montant indexé

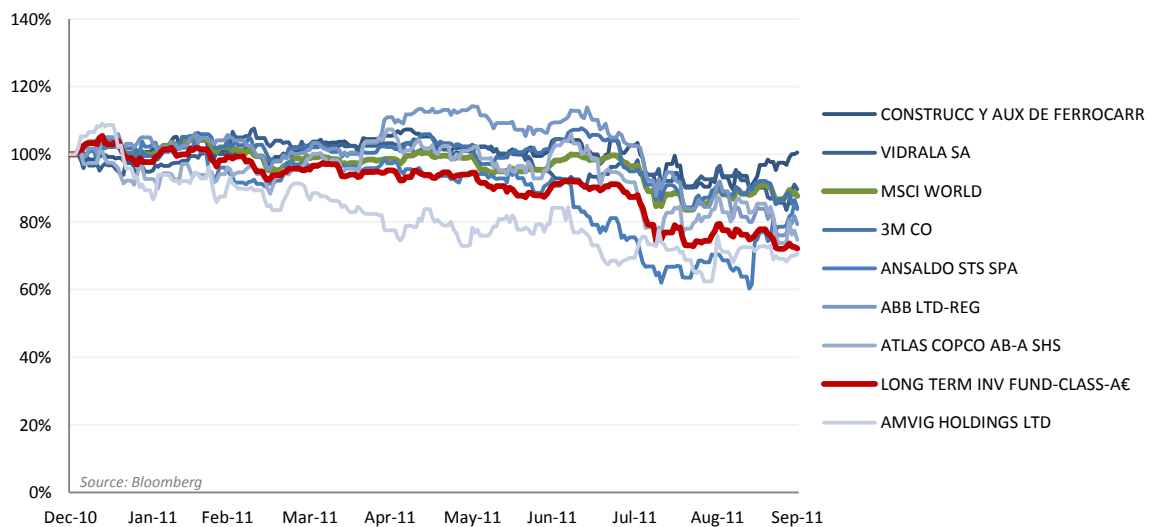


Pendant toute la durée de la crise financière, nous avons évité les banques européennes et allons maintenir cette stratégie. Nous consacrons une partie importante de nos ressources analytiques à suivre leurs activités et nous sommes relativement convaincus du fait qu'elles représenteront au final une excellente opportunité d'investissement. Mais nous ne pensons pas que nous soyons encore arrivés à ce stade.

Industrielles

Il s'agit d'un groupe de sociétés très hétérogène. Il comprend Amvig, un des plus grands fabricants et imprimeurs de paquets de cigarettes chinois (ratio cours/bénéfice de 6, taux de rendement en dividendes de 5,8 %), ABB, un leader mondial dans la transmission électrique et l'automatisation industrielle (ratio cours / bénéfice 10, taux de rendement en dividendes 4,5 %). CAF et Ansaldo STS, des fabricants de trains enregistrent une augmentation continue de leurs bénéfices et de leurs carnets de commandes.

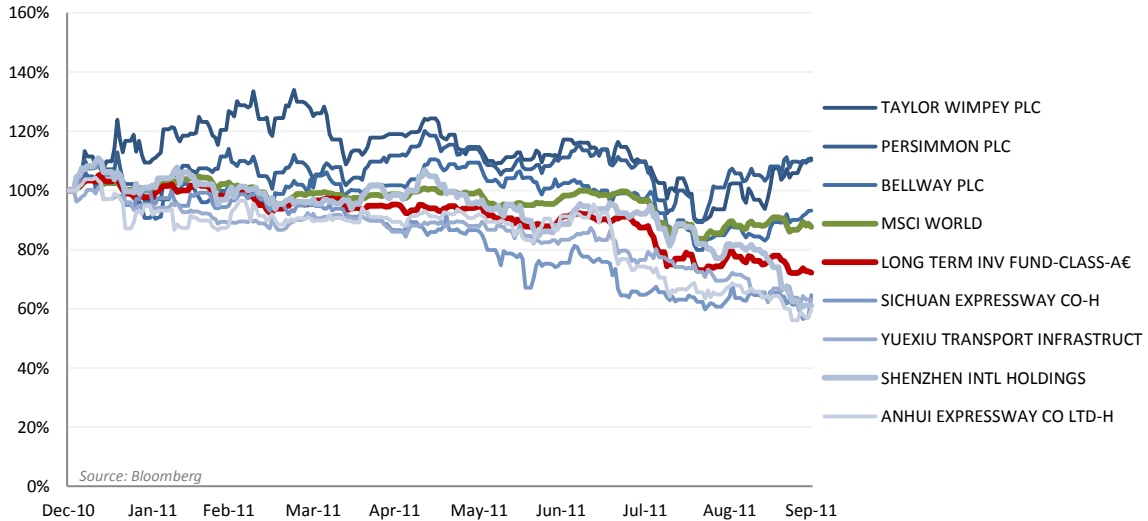
Figure 22: Prix des actions depuis le début de l'année en cours de AMVIG, CAF, ABB, Ansaldo, Atlas Copco, Vidrala, 3M, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, en montant indexé



Infrastructures

Ce groupe comprend essentiellement deux sous-groupes qui sont très différents : des sociétés de routes à péage chinoises et des constructeurs de logements britanniques du Royaume-Uni. Les constructeurs de logements enregistrent de bonnes performances parce que, comme nous l'avons mentionné par le passé, le Royaume-Uni est très différent de nombreux marchés du logement dans la mesure où l'offre est très limitée. Par conséquent, les prix des logements n'ont pas réellement chuté malgré la récession que traverse le pays. Néanmoins, la récession et l'anticipation d'un marché du logement mauvais ont fait chuter à un niveau très bas les prix des actions des sociétés de construction de logements. Même après une bonne appréciation, elles sont toujours très bon marché et s'échangent à environ 60 % de ce que coûterait, aux prix actuels, l'achat des terrains qu'elles détiennent déjà.

Figure 23: Prix des actions depuis le début de l'année en cours de Shenzhen International, Yuexiu, Anhui Expressway, Sichuan Expressway, Taylor Wimpey, Persimmon, Bellway, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, en montant indexé



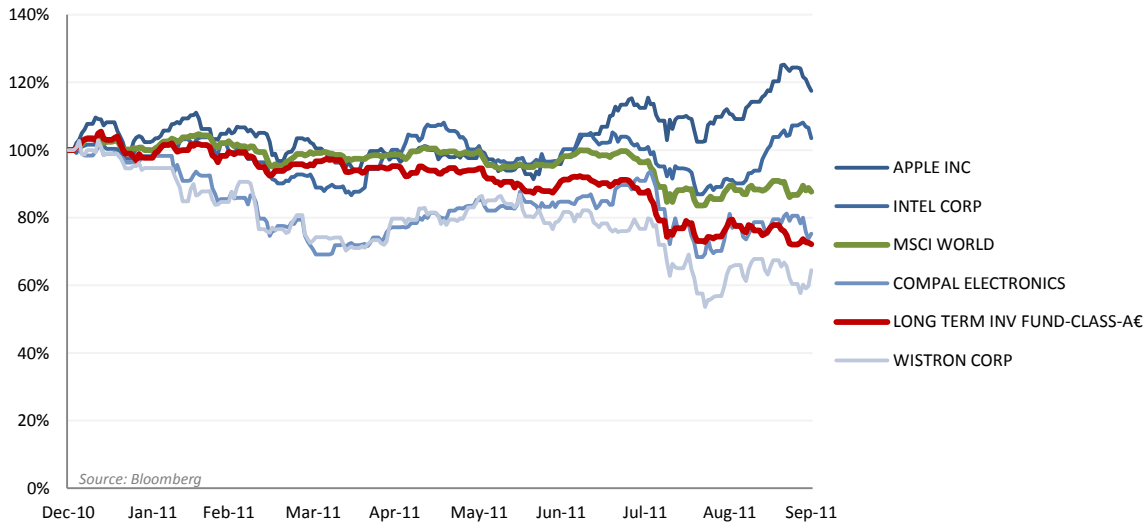
Les sociétés d'autoroutes se portent bien, même si elles ont beaucoup baissé cette année, ceci s'expliquant par deux raisons. Tout d'abord, toutes les actions chinoises ont connu une très mauvaise année, du fait du resserrement du crédit par le gouvernement dans le pays pour contrôler l'inflation. Deuxièmement, des rumeurs ont circulé selon lesquelles le gouvernement forcerait une baisse des péages pour faire diminuer l'inflation. Nous ne savons pas ce que va faire le gouvernement chinois mais nous ne sommes pas trop inquiets. Tout d'abord, ce n'est pas le rôle du gouvernement central de fixer le prix des péages mais celui des gouvernements régionaux qui sont d'ailleurs les plus grands actionnaires de routes à péages. Ensuite, les sociétés de routes à péage sont très rentables en l'état actuel des choses et pourraient supporter des tarifs plus faibles sans trop de problèmes : le trafic augmente tellement que le chiffre d'affaires des sociétés va continuer de croître, et peu importe d'ailleurs ce que fera le gouvernement. Nous avons discuté avec un grand nombre de directeurs, de responsables et d'experts locaux indépendants. Notre conclusion est que la chute du prix des actions est totalement injustifiée et que ces actions représentent des investissements très intéressants. À l'heure actuelle, le taux de rendement en dividendes de ces actions est compris entre 5 % et 8 %, et les taux de trafic de ces sociétés augmentent entre 5 et 15 % par an.

TMT

Les valeurs technologiques n'ont pas été souvent invitées dans les portefeuilles « value » pour deux bonnes raisons : elles sont difficiles à valoriser compte tenu de l'incertitude intrinsèque de leur activité et elles ont tendance à être chères. Les deux raisons pourraient être liées étant donné que personne ne peut être vraiment certain de ce que l'avenir nous

réserve, et des investisseurs optimistes peuvent justifier pratiquement n'importe quel prix pour ces valeurs. Mais des exceptions existent et la vérité est que de nombreuses sociétés de ce secteur, de Microsoft à Oracle, représentent désormais des investissements très intéressants.

Figure 24: Prix des actions depuis le début de l'année en cours de Wistron, Compal, Intel, Apple, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, en montant indexé



Nous avons choisi deux sociétés asiatiques et deux sociétés américaines : Wistron et Compal à Taiwan, et Intel et Apple aux États-Unis. Les deux premières actions ont enregistré de mauvais résultats, poussées vers le bas par le repli généralisé des actions asiatiques et également par des craintes de décélération. Ces sociétés sont néanmoins excellentes, des leaders mondiaux qui peuvent se targuer de retours sur investissement au-dessus de 15-20 % et qui s'échangent actuellement avec un ratio cours / bénéfice de 8.

Intel et Apple sont des sociétés très connues. L'histoire d'Intel est très simple : certains investisseurs ont peur que l'omniprésence des Smartphones et tablettes, qui n'utilisent pas les puces d'Intel, risque de nuire à son activité. Par conséquent, les actions s'échangent à un ratio cours / bénéfice de 9 et à un taux de rendement en dividendes de pratiquement 4 %. Pour diverses raisons, nous ne voyons pas vraiment où est le problème. Tout d'abord les Smartphones et les tablettes ne sont pas, pour la plupart, des produits de remplacement des ordinateurs mais représentent un complément à ceux-ci. Et il existe toujours une croissance énorme sur le marché des ordinateurs dans les pays émergents. On ne peut quand même pas tenir les comptes de sociétés sur des tablettes ! Deuxièmement, les appareils mobiles requièrent des centres de données énormes pour acheminer toutes les données qu'elles affichent. Et Intel détient une part de marché de 90 % dans les serveurs de centres de données, un produit dont la marge est supérieure à celle de « simples » pro-

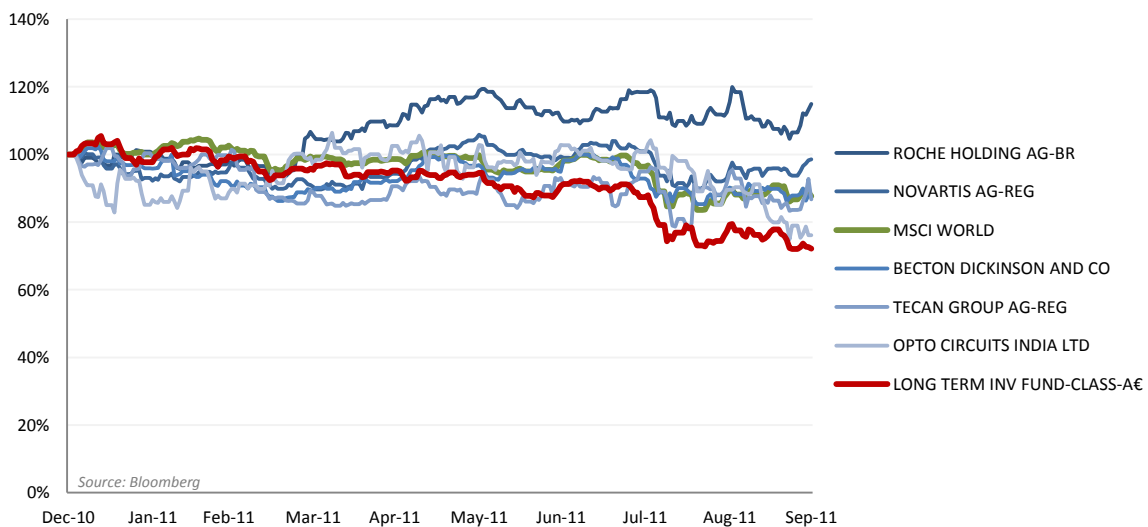
cesseurs. Enfin, Intel travaille d'arrache-pied pour mettre au point des processeurs d'une consommation en énergie suffisamment faible pour être utilisés dans les appareils mobiles. Si leur domination technologique est prise en compte, il est difficile d'imaginer que ces sociétés se laisseront tout simplement mourir.

Apple est une société étonnante et, à l'heure actuelle, la société mondiale la plus intéressante en termes de capitalisation boursière. Il est toujours risqué de traquer une valeur vedette telle que celle-ci mais son ratio cours / bénéfice de 2012 est de 11, elle possède plus de 70 milliards de dollars de liquidités en banque et sa part de marché s'accélère dans de nombreux domaines. Il existe naturellement une limite à la croissance de chaque société mais nous ne pensons pas qu'Apple ait déjà atteint cette limite. En tout état de cause, il ne faut pas un taux de croissance élevé pour justifier son prix actuel.

Santé

Nous détenons un groupe de sociétés du secteur de la santé : Roche, Novartis, Tecan, Becton Dickinson et Opto Circuits. Nous avons déjà vendu quelques unes de nos positions dans ce secteur, comme Medtronic de Baxter International, parce que les actions avaient monté à un niveau que nous estimions comme un « prix juste ». Nous avons vendu Teva, un fabricant de produits génériques, avec une faible perte, car nous avons perdu confiance en sa trajectoire de croissance. Même si elle était relativement bon marché, nous avons estimé que nous pouvions obtenir de meilleurs rendements ailleurs. Globalement, ce secteur a été rentable et très stable pour nous.

Figure 25: Prix des actions depuis le début de l'année en cours de Roche, Novartis, Tecan, Becton Dickinson, Opto Circuits, MSCI World Index et LTIF Classic, en euros, dividendes inclus, en montant indexé



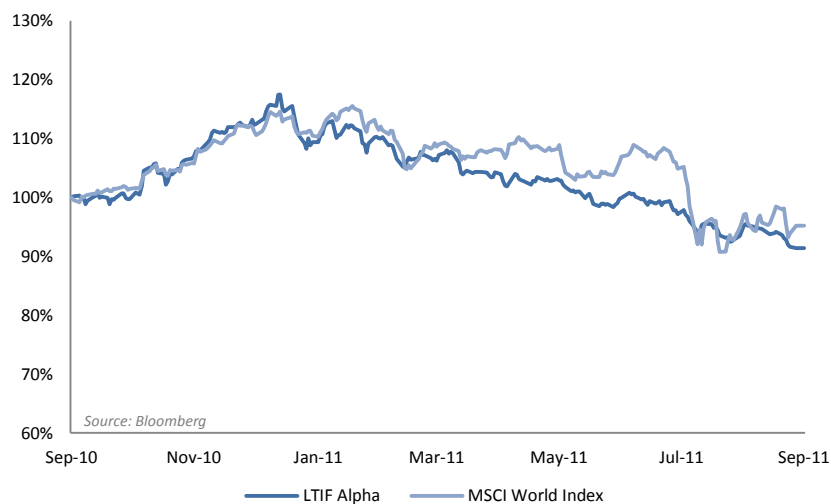
En plus de toutes ces sociétés, nous détenons en portefeuille quelques sociétés dont les cours se sont particulièrement mal comportés (plongeon de 50 %, soit une baisse de 2 % pour le Fonds). Ces entreprises sont les suivantes : Enterprise Inns, propriétaire / exploitant de plusieurs milliers de pubs au Royaume-Uni ; Sare, un constructeur de logements mexicain ; et Supramax, un fabricant malaisien de gants en caoutchouc. Dans les trois cas, le marché a des doutes sur leurs activités. Nous pensons qu'elles vont se relever et bien que, rétrospectivement, elles représentaient des investissements plus risqués que ce que nous pensions, nos investisseurs devraient selon nous enregistrer un rendement décent.

Nous avons également vendu un certain nombre de positions au cours de l'année (nous avons mentionné Teva, Medtronic et Baxter, mais nous pourrions ajouter IBM et Catlin). Dans l'ensemble, ces opérations ont été positives pour le Fonds.

Le fonds Alpha

Comme chacun sait, notre fonds Alpha contient exactement les mêmes positions que notre fonds Classic mais il offre un élément de couverture supplémentaire en vendant des contrats à terme. Par conséquent, si les marchés baissent, son rendement sera supérieur à celui du fonds Classic ; si les marchés sont en hausse, il sera à la traîne. La figure 26 montre sa valeur liquidative au cours des 12 derniers mois par rapport à celle du World Index.

Figure 26: LTIF Alpha et MSCI World Index, en euros, au cours des 12 derniers mois, en montant indexé



Son évolution est meilleure que celle du fonds Classic, ce qui montre l'utilité de nos techniques de couverture. Mais il est toujours en baisse de 8 % sur les douze derniers mois, ce qui est dû principalement à la sous-

performance très marquée des ressources naturelles, comme nous en avons discuté ci-dessus.

Le fonds ressources Naturelles

Nous avons déjà discuté de la faiblesse des actions des sociétés minières et pétrolières sur la plus grande partie de l'année mais, tout particulièrement, au cours des derniers mois lorsque les investisseurs ont réalisé qu'une récession pourrait se confirmer. Les investisseurs se souviennent clairement que, en 2008, ces actions ont enregistré la plus forte chute et ils ont décidé de vendre à titre préventif. Comme l'illustrent nos exemples ci-dessus, nous ne pensons pas qu'une récession, même aussi grave que celle de 2008, entraîne une chute de valeur importante. La figure 27 illustre les bénéfices par action de plusieurs sociétés au cours des cinq dernières années et indique que la récession de 2008-2009 n'a pas été aussi dévastatrice que cela et que ces sociétés ont très vite remonté. La figure 28 illustre les dividendes qu'elles ont versés et la figure 29 leurs positions nettes de trésorerie.

Figure 27: Bénéfice par action des sociétés pétrolières et des fabricants de cuivre, en euros, 2006-2011 (estimation)

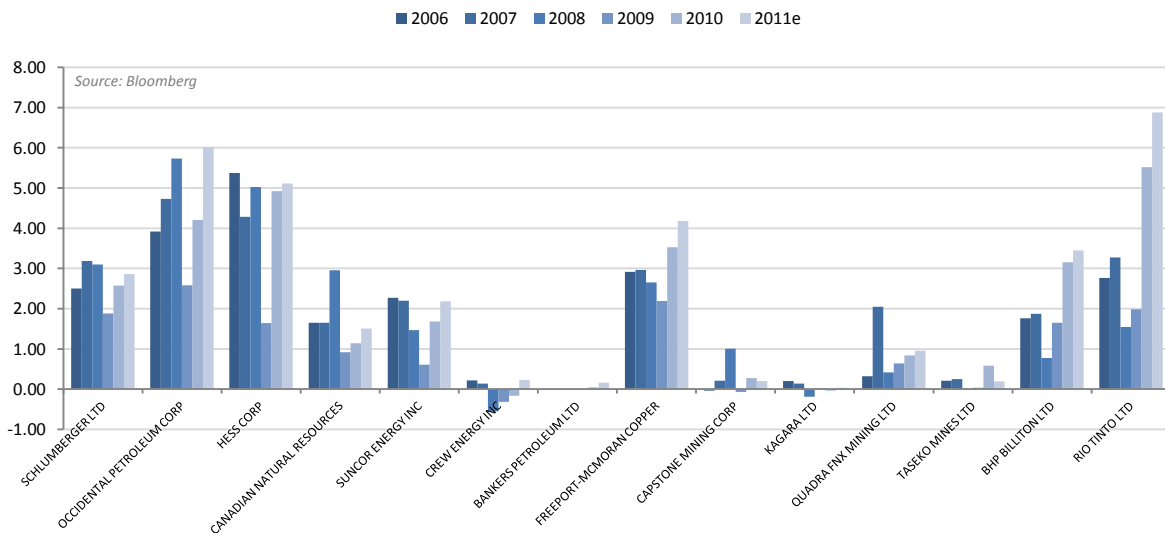


Figure 28: Dividendes réglés pour les sociétés pétrolières et les fabricants de cuivre, en euros, 2006-2011 (estimation)

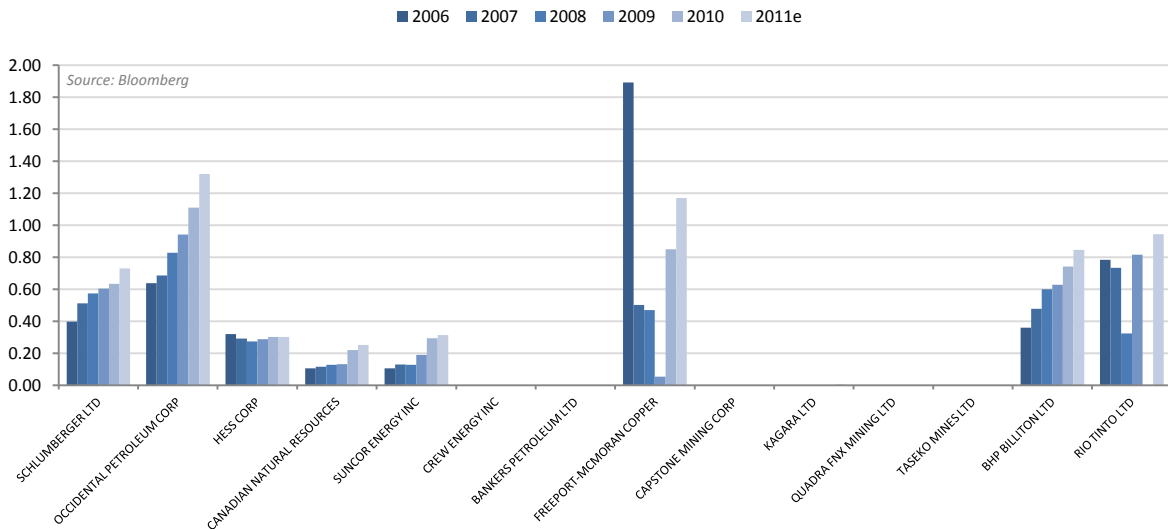
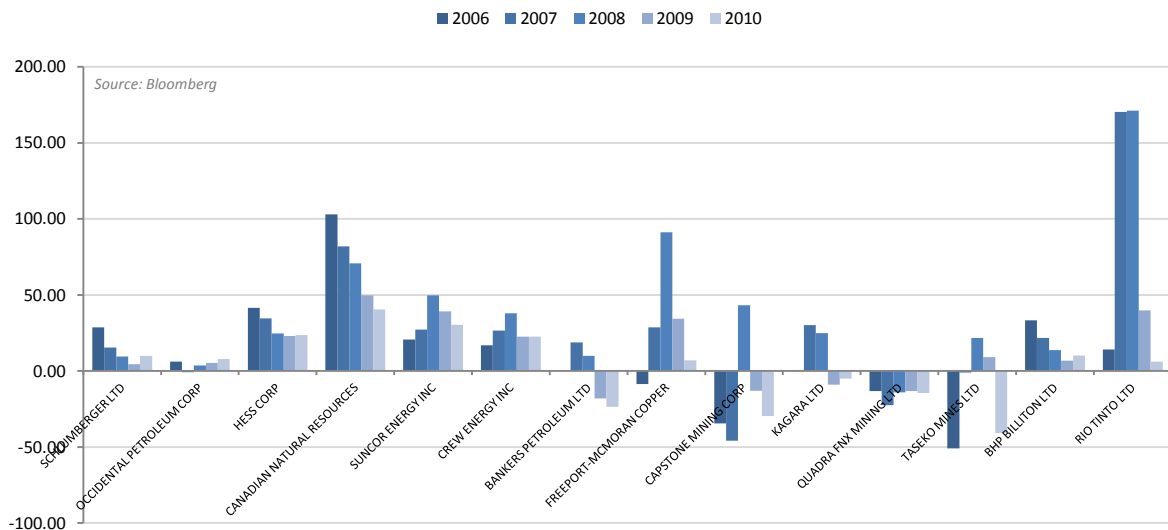


Figure 29: Endettement net en % des fonds propres des sociétés pétrolières et des fabricants de cuivre, en euros, 2006-2010

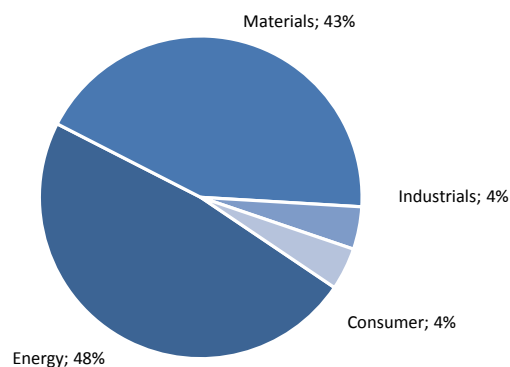


Ce dernier point est important : les investisseurs nourrissent une idée générale selon laquelle, en période de vaches maigres, on doit investir dans des valeurs « défensives » et éviter les valeurs cycliques. Cette approche pourrait être raisonnable si l'on pouvait le faire avant que leurs prix n'évoluent car, avant que la plupart des gens ne commencent à craindre une récession, cet élément est déjà intégré – voire sur-intégré - dans le prix des actions, ce qui rend le choix des valeurs cycliques un choix très onéreux.

Mais il convient de faire attention aux définitions. Les services publics par exemple, étaient considérés à juste titre comme très stables et donc comme des valeurs défensives. Mais leur stabilité leur a permis de s'endetter énormément et d'acheter des sociétés en dehors de leurs marchés traditionnels au cours de la dernière décennie. Il en résulte qu'elles ne sont plus défensives du tout, car leur santé est étroitement liée à l'activité économique à court terme pour pouvoir continuer de financer leurs bilans endettés. Simultanément, les sociétés minières sont devenues le groupe le plus capitalisé et le plus solide au plan financier du marché. Comme disait il y a deux ans le CEO d'une des sociétés que nous détenons : « Notre bilan est très solide, sans aucune dette, parce que personne ne va nous prêter de l'argent ». Nous pensons que des sociétés très bien capitalisées qui produisent des matières premières de première nécessité constituent un investissement relativement défensif pour l'avenir. D'une certaine manière, ils peuvent être considérés comme étant éloignés, pour autant que l'on puisse l'être, de toutes les turbulences actuelles induites par la crise financière qui touche les marchés développés. Pour un investisseur à long terme, le fait de détenir de vraies ressources, rares et nécessaires au développement de l'humanité est un bon pari, tout particulièrement à ce niveau de prix. Comme nous l'avons montré ci-dessus, la valeur à long terme des sociétés qui sont riches en réserves n'est que très peu affectée par l'apparition ou non d'une récession l'année prochaine.

La plupart de nos investissements dans les Ressources Naturelles tournent autour de deux matières premières clés : le cuivre et le pétrole, comme on peut le voir sur la figure 30. Nous pensons que ces deux matières premières ont un équilibre offre / demande particulièrement intéressant. Mais d'autres matières comme le charbon métallurgique et le minerai de fer sont également intéressants.

Figure 30: LTIF Natural Resources, ventilation par secteur, au 30 septembre 2011



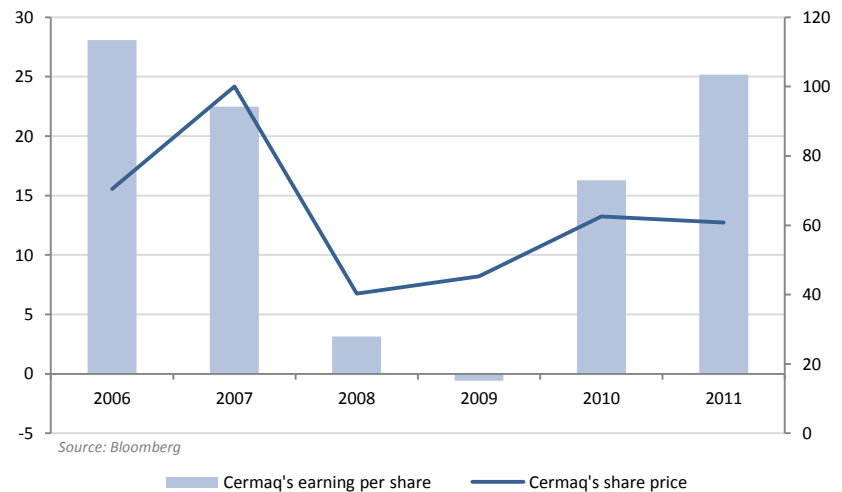
Nous continuons de rechercher des idées qui nous permettront de diversifier notre portefeuille. Au cours des derniers mois, nous avons renforcé notre portefeuille en achetant une position dans le secteur des fertilisants et des producteurs de saumon. Les fertilisants sont de toute évidence un domaine qui a beaucoup d'avenir : indépendamment de tout ce qui peut se passer, le nombre de personnes sur terre est en augmentation et ces personnes doivent manger. Comme pour de nombreux autres investissements évidents, le problème c'est que les actions des sociétés sont traditionnellement chères. Mais nous en avons maintenant trouvé quelques-unes dont le prix, à notre avis, est suffisamment bas pour assurer d'excellents rendements à long terme.

Le saumon est une marchandise très intéressante. Il est bien connu que la croissance économique a un effet disproportionné sur la consommation de céréales car, lorsque les gens sortent de la pauvreté, ils veulent manger davantage de produits à base de protéines. Mais les animaux doivent être davantage nourris, pour fournir aux êtres humains le niveau de calories requis, que lorsque les gens mangent les céréales directement. À cet effet, le « ratio de conversion » est très important : élever des bovins demande dix fois plus de céréales que la quantité dont on a besoin lorsque l'on mange ces céréales directement. Le porc est moins cher et la volaille encore moins. Mais le saumon représente le « convertisseur » le plus efficace de nourriture pour animaux en protéines animales de qualité élevée destinées à la consommation humaine. C'est un produit qui est traditionnellement cher, devenu abordable grâce à la production commerciale. La demande est soutenue et connaît une forte croissance.

Mais le saumon ne peut pas être élevé partout : il requiert une eau de mer à environ 8°, des côtes protégées et une bonne infrastructure au niveau du terrain. Dans la pratique, seuls quelques pays dans le monde peuvent élever du saumon en quantités suffisantes : l'Écosse, l'Irlande, le Canada et surtout le Chili et la Norvège. Comme de nombreux produits agricoles, le saumon est très cyclique. Lorsque les salmoniculteurs font trop d'élevage de saumon, les prix baissent. Lorsqu'ils arrêtent, les prix montent. Le cycle dure pratiquement deux ans car il faut plusieurs années pour que le saumon arrive à maturité.

En ce moment, le prix est au plus bas, depuis la surproduction ayant suivi la maladie catastrophique du Chili qui s'est abattue sur les poissons. Cette maladie a éliminé la plupart des poissons et a poussé les prix vers des niveaux record. Au niveau de prix actuel des actions, certaines de ces sociétés devraient nous rapporter un rendement de 100 % au cours des trois prochaines années. Cermaq, la plus grande d'entre elles, n'est pas seulement un salmoniculteur de premier plan mais également un des plus grands producteurs mondiaux de nourriture pour saumon que tous les autres salmoniculteurs achètent. Comme on peut le voir sur la figure 31, le bénéfice par action de Cermaq montre le caractère cyclique dont nous venons de discuter, tout comme celui du prix de l'action. La société s'échange actuellement autour d'un ratio cours / bénéfice de 5. Ses bénéfices devraient quelque peu baisser l'année prochaine puis remonter.

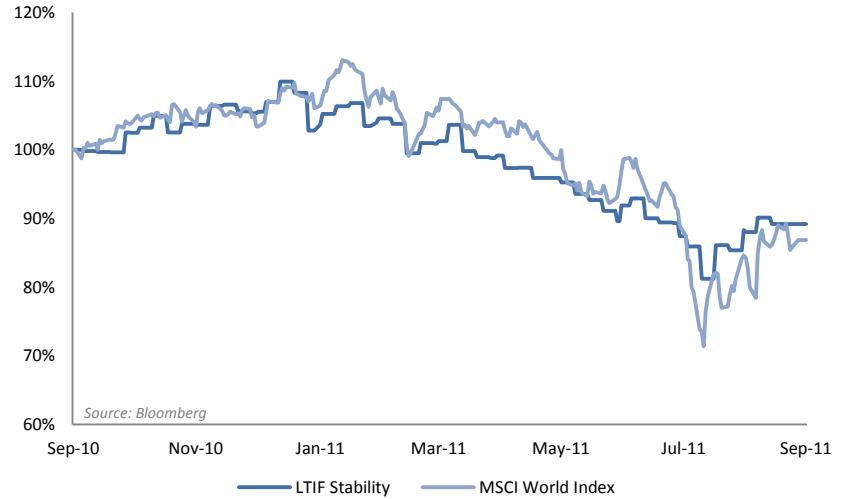
Figure 31: Bénéfice par action et prix de l'action de Cermaq, en NOK, 2006-2011 (estimation)



Le fonds Stability

La figure 32 montre l'évolution de la valeur liquidative du fonds au cours des douze derniers mois par rapport au Word Index. Comme nous en avons discuté ci-dessus, la forte chute des sociétés de ressources naturelles a affecté son prix, mais la valeur actuelle, en intégrant son faible niveau relatif de volatilité, en fait un investissement intéressant. Nous espérons pouvoir verser un dividende de 8 francs suisses l'année prochaine, ce qui, aux prix actuels, représente un rendement en espèces de 5 %. Les investisseurs qui ne sont pas intéressés par un rendement en espèces peuvent, naturellement, rester dans la catégorie « Growth » et avoir leurs dividendes réinvestis pour eux d'une manière efficace.

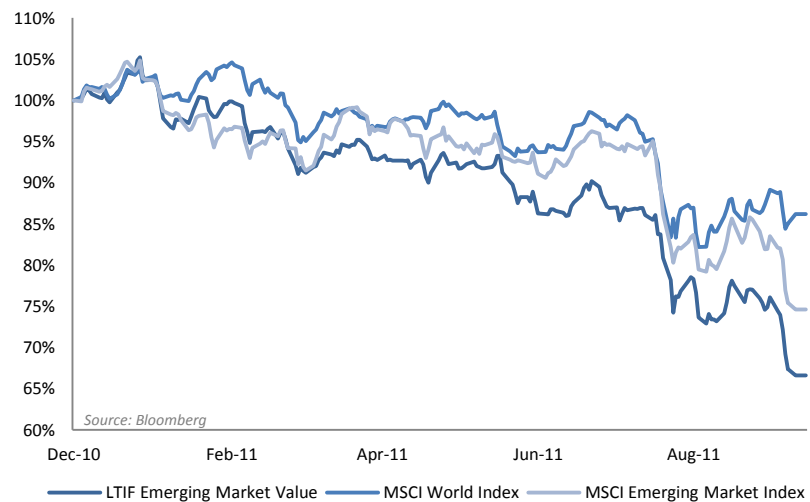
Figure 32: LTIF Stability et MSCI World Index, en francs suisses, 12 derniers mois, en montant indexé



Emerging Markets Value Fund

La figure 33 illustre l'évolution de la valeur liquidative du Fonds depuis le lancement par rapport au World Index et au Emerging Market Index. Ce fonds a été actif dans deux zones du marché qui ont enregistré une performance médiocre : les actions des marchés émergents et les ressources naturelles, comme l'indiquent les figures 16 et 17. Nous pensons que ces deux secteurs enregistrent de bonnes performances d'un point de vue fondamental et qu'il ne fait aucun doute que les prix des actions sont rebondir fortement.

Figure 33: LTIF Emerging Market Value, MSCI World Index et Emerging Markets Index, en euros, depuis le lancement, en montant indexé



Ce que nous attendons de nos fonds et des marchés

Trois problèmes ont hanté les marchés cette année : la possibilité d'un ralentissement sur les marchés émergents, la faiblesse de l'économie américaine et la crise de la dette européenne. Ils se renforcent naturellement entre eux. Discutons brièvement de ces problèmes afin de voir de quelle manière ils affectent nos perspectives d'investissement.

Les marchés émergents ont eu un problème d'inflation au cours des deux dernières années. Bien que ce problème ne soit pas énorme, il a obligé les gouvernements, tout particulièrement celui de la Chine, à resserrer leurs politiques monétaires. Nous pensons que la plus grande partie du problème est maintenant derrière nous et que le resserrement monétaire devrait s'assouplir au cours des prochains mois. Même s'il est probable que la Chine ne dépasse pas les 10 % de croissance l'année prochaine, son taux de croissance sera supérieur à 8 %, ce qui est pratiquement le même montant en termes absolus. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la vague soutenue d'urbanisation n'est pas prête de s'arrêter, ce qui implique un niveau élevé d'investissement et de consommation de matières premières. « L'histoire des marchés émergents » fera partie de notre quotidien, avec des hauts et des bas, pendant les vingt prochaines années. Des pays comme la Turquie, le Brésil et l'Indonésie se joignent à la Chine et l'Inde pour offrir au monde un taux stable de croissance économique. Il est intéressant de souligner que, dans le cas du Brésil, par exemple, les exportations représentent moins de 15 % du PIB, et le montant des matières premières moins de 15 % des exportations. La croissance de ces pays est, dans une large mesure, due à une demande interne et non à la demande des marchés développés. Vous ne voyez pas beaucoup de produits turcs dans les magasins européens mais la Turquie a un taux de croissance supérieur à 6 %.

La faiblesse de l'économie américaine ne fait aucun doute. Comme nous l'avons dit depuis plusieurs années maintenant, elle va rester faible pendant un certain temps. La raison étant qu'il faut du temps pour digérer des « récessions de bilans ». Si le problème est que les familles sont trop endettées, la solution est donc de commencer à rembourser ces dettes. Mais ceci est possible grâce aux économies et tout le monde ne peut économiser en même temps : mes dépenses sont les revenus de mon voisin. Par conséquent, le processus est lent, car toute réduction brutale de dépenses provoque une contraction de l'économie qui force les familles à ralentir la réduction de leurs dettes, fait augmenter le chômage, etc. Les figures 34 and 35 préparées par le Bureau des Analyses Économies de l'Oregon (Oregon Office of Economic Analysis) indiquent qu'il s'agit d'une récession « grave ». La figure 34 montre combien de temps il faut pour recréer des emplois et pour que le niveau d'emploi revienne à celui antérieur à la récession dans des récessions à cycles commerciaux « normaux » aux États-Unis. La figure 35 indique la même variable, mais analysée pour les « récessions de dettes » parmi les divers pays. Comme on peut le constater aisément, cela prend entre 3 à 5 ans pour que les États-Unis sortent vraiment de cette récession. La croissance sera lente (peut-

être de 1,5 % à 2% par an en moyenne) et ne sera pas régulière : le taux de croissance fluctuera de part et d'autre de ces niveaux et pourra être supérieur ou inférieur. Dans le premier cas, les marchés deviendront enthousiastes en pensant que la crise est derrière eux et, dans le second cas, ils seront désespérés, craignant une récession à double (voire à triple) creux.

Figure 34: Retour au plein emploi, pertes d'emplois - récession aux États-Unis

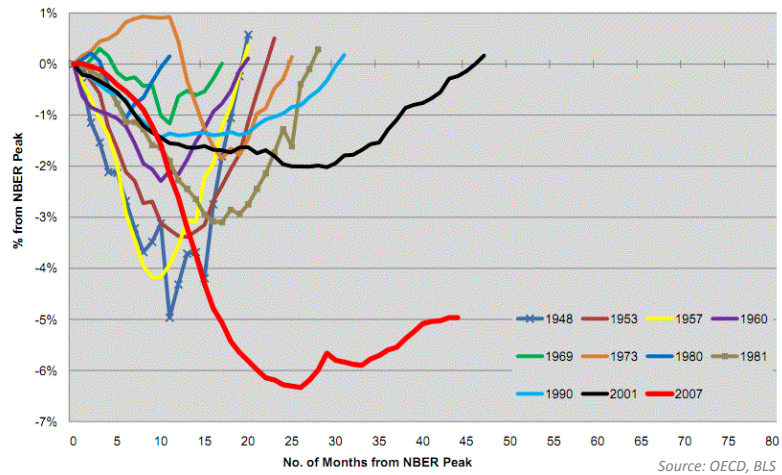
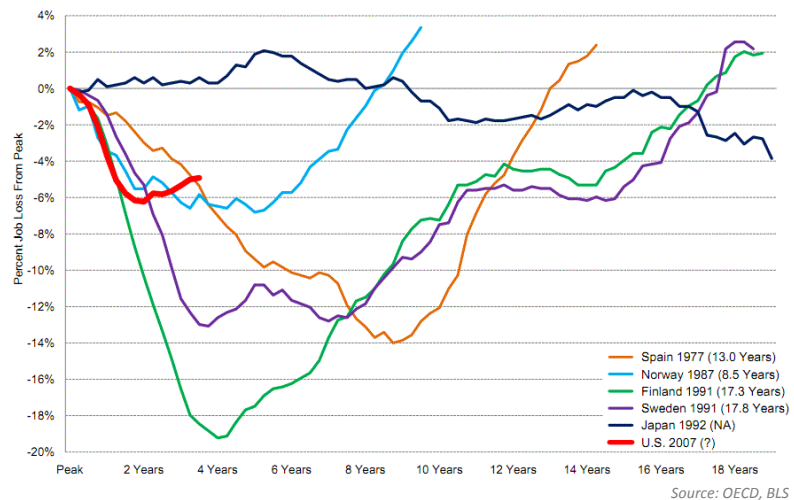


Figure 35: Retour au plein emploi, pertes d'emplois – crise financière



Ces épisodes d'excitation et de morosité affecteront les marchés. Nous nous attendons donc à voir plus de périodes en dents de scie qu'au cours des quatre dernières années.

Mais le « problème du jour » est la crise des dettes souveraines européennes. C'est une crise « intéressante » dans la mesure où elle est prati-

quement un « remake » de la crise des sub-primes des États-Unis : les banques ont acheté trop d'actifs soi-disant sûrs, à un prix trop faible. Par conséquent, de nombreuses personnes auxquelles elles ont accordé un crédit ne le méritaient pas et de nombreux prêteurs sont surtout en faillite car ils ne récupéreront jamais leur argent. Karl Marx disait que l'histoire se répétait, tout d'abord sous la forme d'une tragédie et ensuite sous la forme d'une farce. La situation actuelle présente deux gros avantages par rapport à 2008 et un inconvénient. Les deux gros avantages sont que nous avons déjà vu le film : nous savons que les banques ne sont pas autorisées à faire faillite et nous savons que la solution passe par la comptabilisation des pertes de créances, et par la recapitalisation des banques, comme mesure de soutien. L'inconvénient, par rapport à la crise américaine, c'est que les États-Unis n'ont qu'un seul gouvernement, qu'une Banque Centrale et qu'un pouvoir législatif pour approuver toute mesure éventuelle. L'Europe en a 17 (les membres de la zone euro), et, pour certains problèmes majeurs, 27 (tous les membres de l'Union européenne).

Il n'existe au fond que trois options pour résoudre la situation actuelle. La première est l'union fiscale. Les problèmes financiers disparaîtraient dans un grand espace européen, car la zone euro n'a pas tant de dettes que cela au total et ses déficits sont relativement gérables. Bien que ceci soit politiquement impossible, cela permettrait de résoudre le problème.

La seconde option serait une rupture de la zone euro pour se débarrasser des pays les moins compétitifs (ou, de manière plus imaginative, des pays plus compétitifs). Ceci pourrait régler le problème mais, à l'instar de l'euthanasie qui est bien connue pour tuer les microbes, la solution est bien pire que le problème même ! Une analyse rigoureuse des implications de la rupture de l'Europe, un changement de traité approuvé par tous les pays de l'UE, la faillite certaine de la plupart des systèmes financiers et des secteurs orientés vers les importations, l'abandon d'un marché unique des marchandises et services, qui a incarné le moteur de la croissance européenne au cours de 25 dernières années ... autant dire que ceci ne se produira jamais.

Il y a pourtant une troisième solution au lieu de se borner à vouloir continuer coûte que coûte dans les conditions actuelles. Dans ce scénario, les politiciens ne bougent que lorsqu'ils sont poussés le dos au mur, appliquent des mesures de correction à court terme et essaient essentiellement de gagner du temps (au moins jusqu'aux prochaines élections). Nous pouvons nous attendre à des décotes importantes sur la dette grecque, et peut-être sur la dette portugaise et irlandaise, à la recapitalisation des banques européennes et à devoir soutenir les marchés obligataires espagnols et italiens. L'idée selon laquelle ces pays sont en quelque sorte des « dominos » qui attendent de tomber, inéluctablement les uns après les autres est stupide. Il est difficile de trouver des économies plus différentes que celles-ci. La Grèce est un cas totalement désespéré et n'est pas un pays viable comme pays à part entière dans sa situation actuelle. Le Portugal est simplement surendetté. L'Irlande commence

à sortir de ses problèmes. L'Espagne a une des dettes publiques les plus faibles d'Europe bien que sa dette privée soit élevée ; et les déficits publics de l'Italie sont les plus faibles d'Europe, son niveau de dette publique est le plus élevé et celui de sa dette privée le moins élevé. Il n'existe aucune raison économique pour laquelle l'Europe n'arriverait pas à surmonter ces problèmes et elle y parviendra. Mais ce sera une affaire très compliquée, longue, en l'absence d'institutions efficaces. De plus, l'Allemagne, en sa qualité de contribuable de dernier ressort, veut s'assurer que les pays « errants » ne s'en tirent pas à bon compte trop facilement : la seule façon de forcer les politiciens portugais, espagnols et italiens à restructurer leurs économies est de les forcer à faire face à un scénario qui est encore moins facile à avaler. Les difficultés que traversent la Grèce vont être poussées à l'extrême, ne serait-ce que « pour encourager les autres » comme l'explique Voltaire de manière satirique après l'exécution par la marine britannique de l'amiral britannique John Byng pour « ne pas avoir fait son maximum » et avoir perdu la bataille de Minorque.

Nous devrions donc nous attendre à davantage de volatilité en raison des hauts et des bas du processus politique : certains jours, nous verrons une reprise des actions parce qu'une solution sera en vue (et ces actions sont très bon marché car elles sont valorisées avec un scénario catastrophique à l'esprit) et d'autres jours elles plongeront lorsque le scénario catastrophique semblera se profiler. Mais il n'en demeure pas moins que l'économie mondiale continuera de se redresser.

Comment ces conditions affectent-elles nos investissements ? Tout d'abord, nous devons dire que nous sommes très déçus de la « performance » médiocre des actions que nous avons sélectionnées. Ce n'est pas ce que nous investisseurs aimons voir. Mais, en ces temps de corrélation élevée, d'alternance entre appétit et aversion pour le risque, la seule manière d'enregistrer de bonnes « performances » est de venir sur les marchés et d'en sortir. Et c'est quelque chose que nous ne savons pas faire. Nous analysons les sociétés comme des investissements à long terme et nous les achetons lorsqu'elles sont bon marché. Malheureusement, il est difficile d'évaluer l'avenir mais nous pensons que nos évaluations sont bien meilleures que ce que la volatilité actuelle veut bien laisser croire. Les investisseurs devraient se souvenir que le prix qu'ils paient pour leurs actions est plus important que les perspectives économiques mondiales. Que Nestlé soit ou non un investissement médiocre sur les 10 prochaines années ne dépend pas de la résolution de la dette européenne. Cela dépendra beaucoup plus du prix que vous paierez pour les actions. L'achat d'un appartement haut de gamme à 30 000 € du mètre carré dans une ville européenne en période de plein essor économique il y a quelques années ne peut être qu'un mauvais investissement. Acheter le même appartement aujourd'hui, avec des perspectives économiques médiocres sur les cinq prochaines années, à 1 000 € du mètre carré (en cas de disponibilité) serait certainement un très bon investissement. Nous pensons que nos actions s'échangent maintenant à des prix qui pourraient doubler

au cours des deux prochaines années, même si l'on tient compte de la situation économique mondiale.

Figures of the USD classes

Tableau 4: Net Asset Value - Net assets under management in USD

Septembre 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
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 combinés
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 combinés
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% ***	*** date de lancement de Classic

Figure 36
LTIF – Classic USD

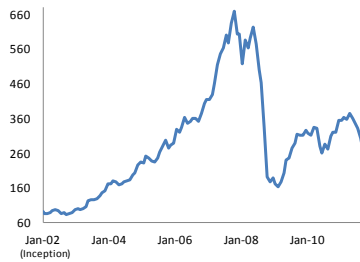


Figure 37
LTIF – Classic II USD

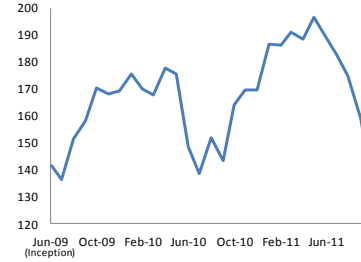


Figure 38
LTIF – Alpha USD

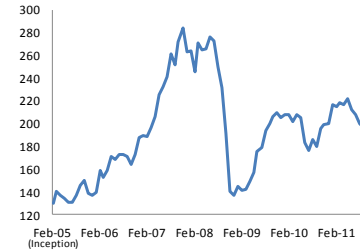


Figure 39
LTIF – Alpha II USD

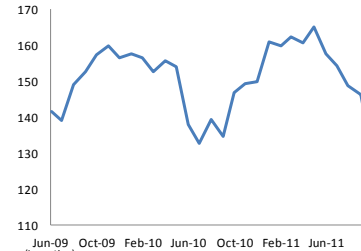


Figure 40
LTIF – Natural Resources USD

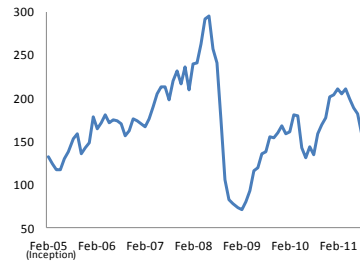


Figure 41
LTIF – Emerging Market Value USD



Figures of the CHF classes

Tableau 5: Net Asset Value - Net assets under management in CHF

Septembre 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
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 combinés
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 combinés
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
*** Rendement total (à dividendes incl.)	4.89	-13.92%			
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	3'420.37	-14.63%	-11.35%	-2.76% ***	**** date de lancement de Classic

Figure 42
LTIF – Classic CHF

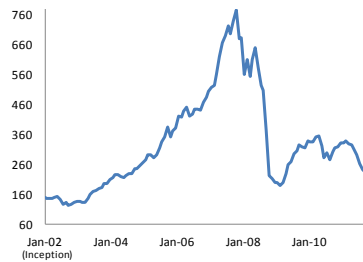


Figure 43
LTIF – Classic II CHF

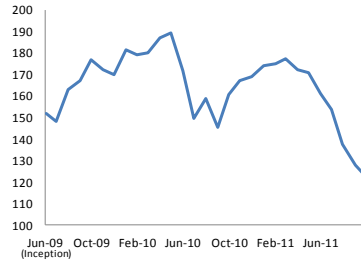


Figure 44
LTIF – Alpha CHF

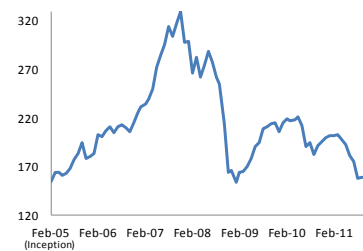


Figure 45
LTIF – Alpha II CHF

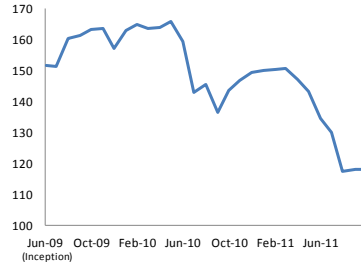


Figure 46
LTIF – Natural Resources CHF

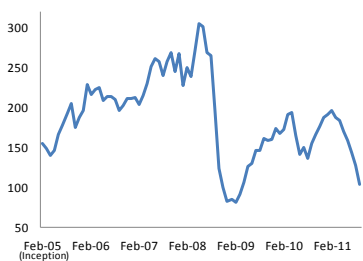
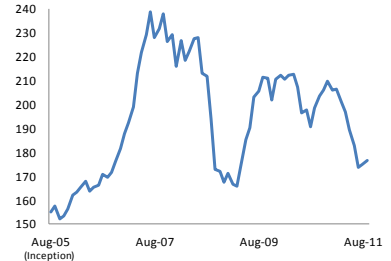


Figure 47
LTIF – Emerging Market Value CHF



Figure 48
LTIF – Stability CHF (without dividends)



Figures of the GBP classes

Tableau 6: Net Asset Value - Net assets under management in GBP *

Septembre 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic II [GBP]	86.40	-27.45%	-17.09%	0.11%	213.63 (Classic & Classic II combinés)
LTIF Alpha II [GBP]	83.45	-18.79%	-10.50%	-1.37%	33.76 (Alpha & Alpha II combinés)
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% *	* date de lancement de 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.

Figure 49
LTIF – Classic II GBP

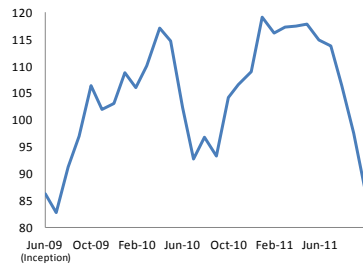


Figure 50
LTIF – Alpha II GBP

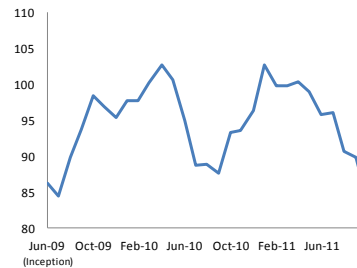


Figure 51
LTIF – Natural Resources GBP

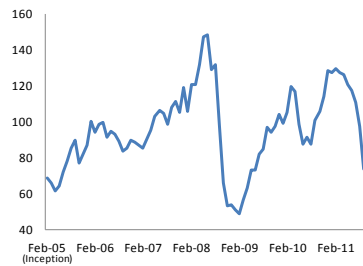
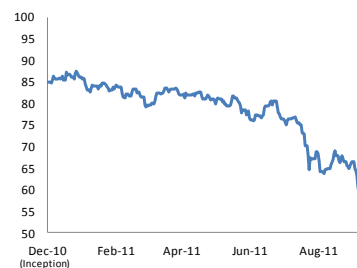


Figure 52
LTIF – Emerging Market Value GBP



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