

Figure 1
LTIF – Classic EUR

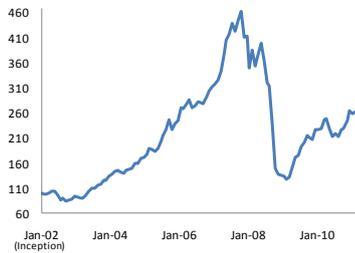


Figure 2
LTIF – Classic II EUR

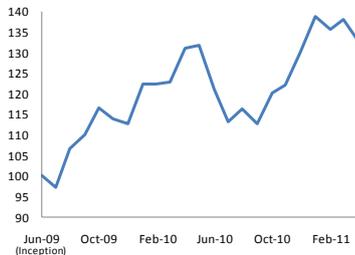
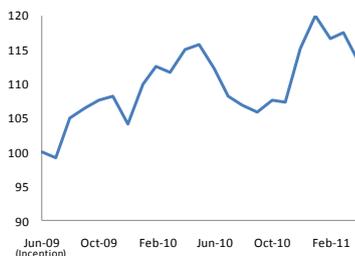


Figure 3
LTIF – Alpha EUR



Figure 4
LTIF – Alpha II EUR



Long Term Investment Fund

Les figures 1 à 7 et le tableau 1 illustrent l'évolution de la valeur liquidative de nos fonds. Comme nous en discuterons plus tard dans cette lettre d'information, la performance de la plupart de nos principales positions est excellente et les cours de nos actions sont toujours bas. Nous anticipons donc une performance attrayante au cours des prochains trimestres. L'évolution de la valeur liquidative est affectée, de façon logique, par l'évolution de l'euro par rapport aux devises dans lesquelles nous sommes investis. L'euro est en hausse de 6,16 %, 4,11 % et 3,03 % respectivement par rapport au dollar, au franc suisse et à la livre sterling, par exemple, entre le début de l'année et le 31 mars. Ces mouvements s'annulent sur la durée mais ont un impact sur la performance à court terme (pour un investisseur ayant investi en dollar, les fonds sont positifs depuis le début de l'exercice, comme on peut le constater dans l'Annexe figurant à la fin de cette lettre d'information).

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

Mars 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic [EUR]	252.22	-4.54%	2.07%	10.52%	463.39 *
LTIF Classic II [EUR]	132.70	-4.52%	1.12%	16.69%	* Classic & Classic II combinés
LTIF Alpha [EUR]	152.53	-5.55%	-0.62%	7.09%	69.44 **
LTIF Alpha II [EUR]	113.29	-5.53%	-1.56%	7.04%	** Alpha & Alpha II combinés
LTIF Natural Resources [EUR] (anc. Global Energy Value Fund)	144.15	-3.80%	7.60%	6.20%	117.11
LTIF Emerging Market Value [EUR]	93.63	-6.13%	-	-17.92%	6.40
LTIF Stability Series [CHF] ***	201.20	-4.05%	-5.14%	4.81%	31.05
*** Rendement total (à dividendes inclus)	4.89	-1.77%			
MSCI World Index TR [EUR] (Bloomberg GDDUWI)	3'171.83	-1.18%	8.75%	0.43% ****	**** date de lancement de Classic

Dans notre lettre d'information précédente, nous avons prévu une bonne performance et c'est ce qui est en train de se passer. Nous avons également indiqué que la volatilité resterait probablement à un niveau élevé. Et c'est également ce qui s'est passé, comme l'illustre la figure 8.

Figure 5
LTIF – Natural Resources EUR



Figure 6
LTIF – Emerging Market Value

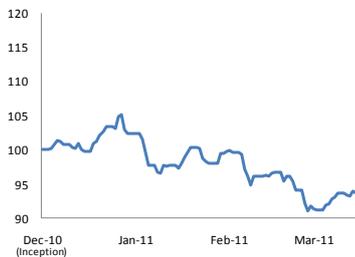


Figure 7
LTIF – Stability CHF

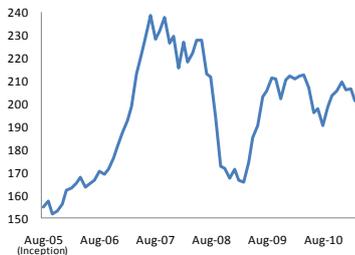
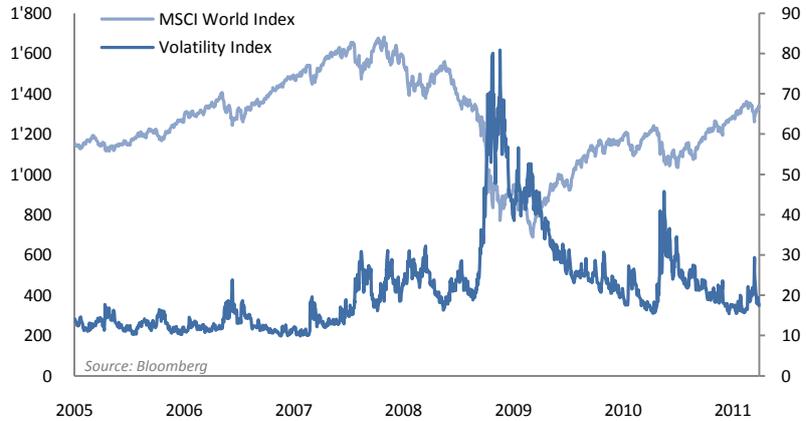
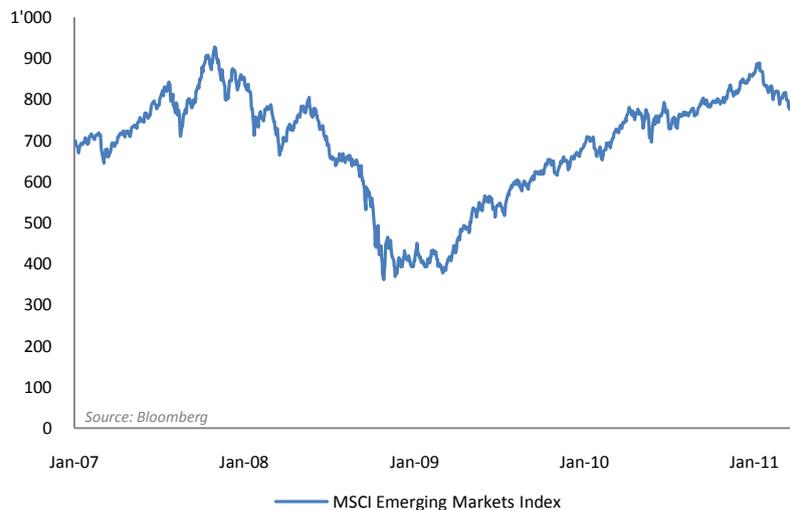


Figure 8: Indice MSCI World et Indice de volatilité (en USD, 2005 – 2011)



Nous avons même anticipé deux sources de volatilité pour 2011 : le resserrement des principales économies asiatiques et des difficultés dans la zone Euro. Ces deux problèmes ont affecté négativement nos actions et continueront probablement de le faire bien que les problèmes soient désormais plutôt une « question de prix ».

Figure 9: MSCI Emerging Market depuis 2007 (en euros)



Mais, dans la mesure où ce n'est que la norme, des événements imprévus ont encore aggravé la volatilité : le tremblement de terre du Japon et les soulèvements populaires dans plusieurs pays. Aussi terrible que soit le premier événement pour toutes les personnes affectées, son impact sur un portefeuille d'actions diversifié est minimal, incluant les problèmes des réacteurs nucléaires. Même avec un portefeuille comme le nôtre, qui tient une position significative (presque 15 %) dans le secteur de la réassurance, l'impact est très faible, comme nous le verrons tout de suite. Le second « événement », les soulèvements populaires dans les pays arabes,

est bien plus important : il va accélérer la hausse du prix du pétrole qui avait déjà été amorcée avant ces événements par le mécanisme de l'offre et de la demande ; et cela pourrait bien rapprocher l'échéance tant redoutée, lorsque l'offre ne pourra plus suivre la demande et que les prix monteront en flèche. Ceci aurait évidemment un impact sur de nombreux autres secteurs. Discutons de ces évolutions de manière plus détaillée.

Commentaires sur nos portefeuilles

L'assurance et réassurance des biens (tout particulièrement la réassurance qui subit les pertes finales) est un secteur très spécial : la demande est plus ou moins stable et l'offre est déterminée par les fonds propres du secteur : plus les réassureurs disposent de capitaux, plus ils peuvent souscrire de contrats de réassurance. Après avoir passé quelques années sans désastre majeur, il se passe deux choses : les sociétés d'assurance ont moins envie de réassurer leurs risques (parce qu'il existe une demande moindre de polices d'assurance de première ligne) ; et les sociétés de réassurance regorgent de liquidités. Donc, elles mettent en jeu naturellement ces liquidités en réassurant encore plus. Étant donné que la demande est fixe (voire faible, comme indiqué) la seule façon pour les réassureurs de développer leur activité est de baisser les prix. Ce mécanisme est connu sous le nom de « cycle de réassurance ».

Le cycle change, naturellement, lorsqu'un accident majeur survient (ou une série d'accidents en un laps de temps très court). Les réassureurs doivent payer et ils disposeront donc de moins de capitaux. Cette situation diminuera leur capacité et les forcera à augmenter leurs prix, au moment où les assureurs sont plus enclins à se réassurer. Après une mauvaise année, les années suivantes ont tendance à être de bonnes années. C'est un cycle qui s'autorégule réellement. Le tableau 2 illustre un certain nombre de catastrophes et leur impact sur les prix du secteur et les cours des actions des sociétés que nous détenons en portefeuille :

Tableau 2: Les catastrophes des États-Unis ont un impact sur: les tarifs de réassurance, la rentabilité des capitaux investis, les ratios combinés, le cours des actions

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

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

Tableau 3: Pertes engendrées par les catastrophes les plus coûteuses aux États-Unis (en millions USD)

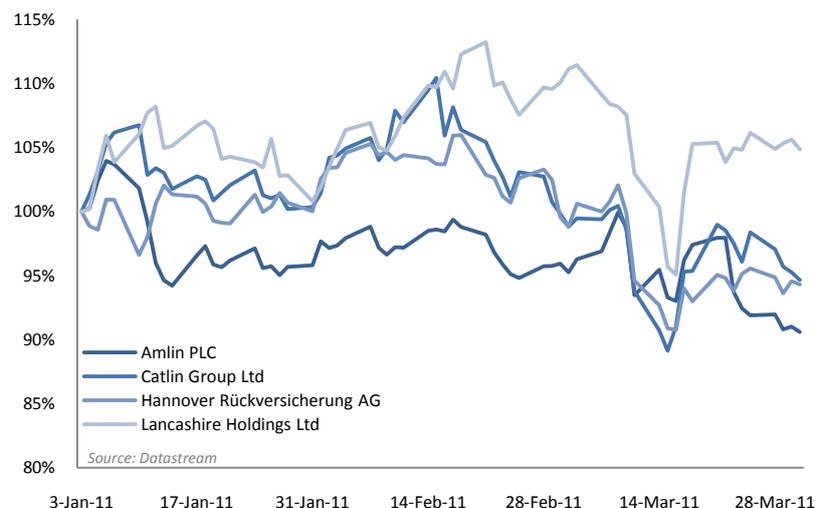
Rank	Date	Peril	Insured Loss when Occurred	In 2008 Dollars (1)
1	Aug. 2005	Hurricane Katrina	\$41,100	\$45,310
2	Aug. 1992	Hurricane Andrew	15,500	23,786
3	Sep. 2001	World Trade Center, Pentagon terrorist attacks	18,778	22,829
4	Jan. 1994	Northridge, CA earthquake	12,500	18,160
5	Sep. 2008	Hurricane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

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

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

En fait, la figure 10 illustre la réaction des cours de quelques sociétés de réassurance que nous détenons en portefeuille vis-à-vis du tremblement de terre au Japon depuis le début de l'année.

Figure 10: Cours des actions Amlin, Catlin, Hannover RE et Lancashire (en euros, depuis le début de l'année)



Nous ne sommes pas intéressés naturellement dans la réaction du cours des actions à court terme mais à long terme. Et, comme l'indique le tableau 2, les catastrophes sont en fait la réalité sur laquelle les réassureurs construisent leur activité. Certes, les pertes humaines sont irremplaçables mais elles sont quelque peu atténuées par un secteur extrêmement efficace qui, en fait, redistribue les pertes matérielles dans le monde entier tout en dégageant un rendement très décent pour ses investisseurs.

Une de nos positions les plus importantes est dans les **producteurs de cuivre**, un secteur dans lequel nous avons investi 15 % du fonds Classic. Dans nos précédentes lettres d'information, nous avons expliqué pour

quelle raison nous pensions qu'il s'agissait d'un bon investissement. Aucun élément n'est venu changer notre point de vue, bien au contraire. Au mois de février de cette année, le cuivre a atteint son niveau le plus élevé (4,6375 \$ la livre) et il s'est stabilisé autour de 4,3075 \$ à la fin du trimestre. Nous anticipons une longue période de prix très soutenus, peut-être au-dessus des niveaux de prix actuels, avec les hauts et les bas habituels. À ce niveau de prix, les titres des sociétés que nous détenons en portefeuille enregistrent des bénéfices énormes : leurs ratios prix d'action/résultat net sont à un chiffre (certains ratios sont inférieurs à cinq) et la plupart d'entre eux ont des plans importants d'agrandissement de mines qui vont se concrétiser au cours des prochaines années. La demande reste très forte, tirée par l'urbanisation et l'électrification des marchés émergents ; et il est difficile de développer l'offre : les meilleures mines ont dépassé leurs meilleures années de production et les meilleurs gisements inexploités se trouvent dans des pays comme la République Démocratique du Congo, l'Afghanistan, le Pakistan et la Mongolie, pays dans lesquels les investissements sont difficiles et risqués.

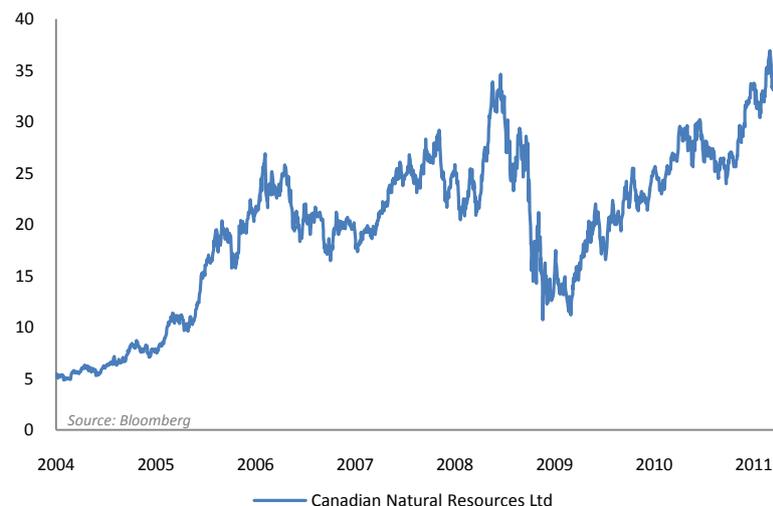
Une autre position importante de nos fonds (un peu moins de 20 %) est investie dans **le pétrole et les services pétroliers**. L'instabilité politique des pays producteurs de pétrole fait généralement augmenter les prix, tout d'abord du fait d'une spéculation sur la remise en question de l'offre et ensuite lorsque les difficultés d'approvisionnement se concrétisent réellement. La Libye n'est pas une exception à la règle : ce pays produit 1,5 % de la consommation mondiale de pétrole. Vu l'équilibre fragile entre l'offre et la demande, ce chiffre suffit à faire monter le prix du pétrole de 15 %. La production de la Libye finira par revenir sur le marché naturellement (bien que cela puisse prendre quelques trimestres). Mais, dans l'intervalle, la demande continue de monter et l'offre a du mal à suivre comme d'habitude. Nous pouvons donc nous attendre à ce que le prix du pétrole soit très élevé dans un avenir proche (à nouveau avec les hauts et les bas habituels, aggravés par des achats spéculatifs à la hausse et des ventes spéculatives à la baisse). Ceci profitera à nos sociétés pétrolières et pour les sociétés de services pétroliers dont l'activité est absolument nécessaire pour augmenter la production de pétrole. Ces prix élevés continueront de pousser le monde dans la direction qu'il a prise il y a quelques années : pour réduire la consommation dans les pays développés de manière à « laisser » ce volume de pétrole aux pays émergents qui en ont plus besoin. Ce n'est pas un grand événement si l'on étudie l'ensemble de l'économie mondiale mais cette situation a de toute évidence un impact négatif sur les industries des pays développés qui sont dépendantes d'un pétrole bon marché, comme les compagnies aériennes, l'automobile, etc.

Notre fonds Natural Resources est naturellement fortement investi en pétrole et en cuivre : les sociétés qui produisent ces matières constituent 70 % du portefeuille. Le reste est extrêmement diversifié, incluant du charbon, du minerai de fer, du zinc et plus récemment de la pâte à papier. Nous avons ajouté Suzano Papel e Celulose à notre portefeuille, le plus grand producteur mondial de pâte à papier pour les marchés de

l'exportation. La société a les coûts les plus faibles au monde grâce à la productivité extrêmement élevée de ses forêts brésiliennes. En plus de la pâte à papier, elle est intégrée dans la production de papier sur le marché brésilien et a démarré une ligne de produits pour vendre les granulés de bois issus de méthodes de production durables comme combustible.

Un point important : certains de nos investisseurs ont été surpris par le fait que la forte hausse du prix des matières premières relatée dans la presse ne se soit pas transcrite en une plus-value pour notre fonds Natural Resources. Naturellement, la raison est que notre fonds n'investit pas dans ce type de matières premières mais dans les sociétés qui les produisent. Et les cours de ces matières premières sont souvent influencés par les tendances générales du marché et ne suivent pas directement les cours des matières premières sous-jacentes. Mais le prix élevé des matières premières se traduit par des bénéfices élevés pour les producteurs de matières premières ce qui, au final, se ressent dans le cours des actions qui est plus élevé. (Souvenez-vous également de la hausse de l'euro : en dollars, qui est la devise principale de nos fonds de matières premières et de ressources naturelles, notre fonds « se présente mieux » comme il peut être constaté en Annexe et l'augmentation des prix des matières premières semble moindre). Nous anticipons sans nul doute une forte tendance haussière pour ces actions. Prenons par exemple, le titre de matières premières le plus ancien de notre portefeuille : Canadian Natural Resource. Comme l'illustre la figure 11, le prix a été multiplié par sept depuis que nous avons acheté les actions mais il y a eu des hauts et des bas très marqués. Nous nous attendons à une situation similaire à l'avenir pour notre fonds : des rendements à long terme au-dessus de la moyenne et une volatilité élevée.

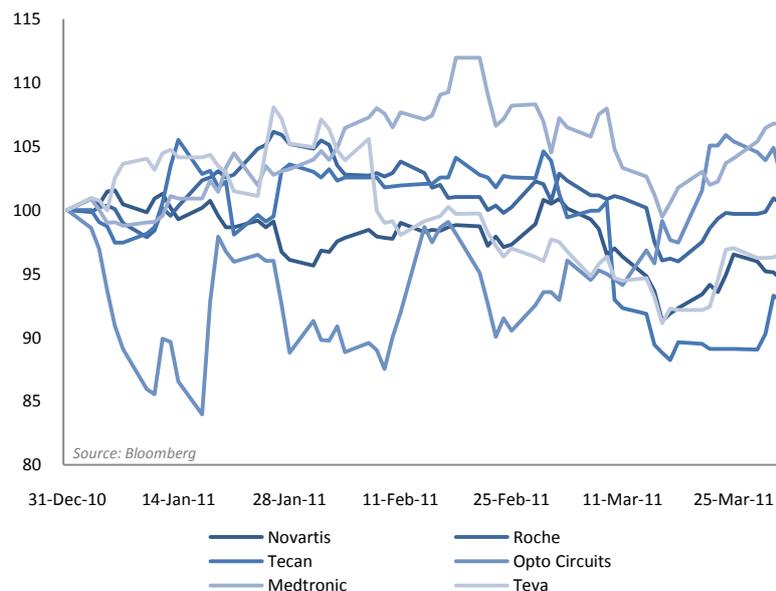
Figure 11: Cours de Canadian Natural Resources Ltd (CAD, 2004 – 2011)



Un peu plus de 12 % de nos fonds généralistes sont investis dans les **so-**
ciétés du secteur de la santé. C'est le seul secteur que nous détenons

(avec les producteurs de cuivre et les sociétés des marchés émergents) dans lequel les cours sont généralement en dessous de ceux du début de l'année. Un investissement « value » signifie, très souvent, une prise de position contraire : quelque chose est bon marché par ce qu'il existe des « vents contraires » mais l'investisseur « value » pense que les prix sont tombés à un niveau trop bas et qu'ils finiront par se redresser dès que le marché aura compris sa véritable valeur. Même si cet investisseur a raison, il est hautement improbable que l'investissement soit réalisé au niveau plancher du cycle, juste avant que les actions commencent à remonter. Il faut s'attendre à devoir patienter quelque temps. Nous pensons que nos sociétés sont très solides et qu'elles nous offrent de très bons rendements, et ce, quelque soit le cycle économique, dans une large mesure. Mais nous devons attendre (la chute générale, en prenant en considération les dividendes perçus qui sont autour de 5 % depuis le début de l'année), comme il peut être constaté sur la figure 12.

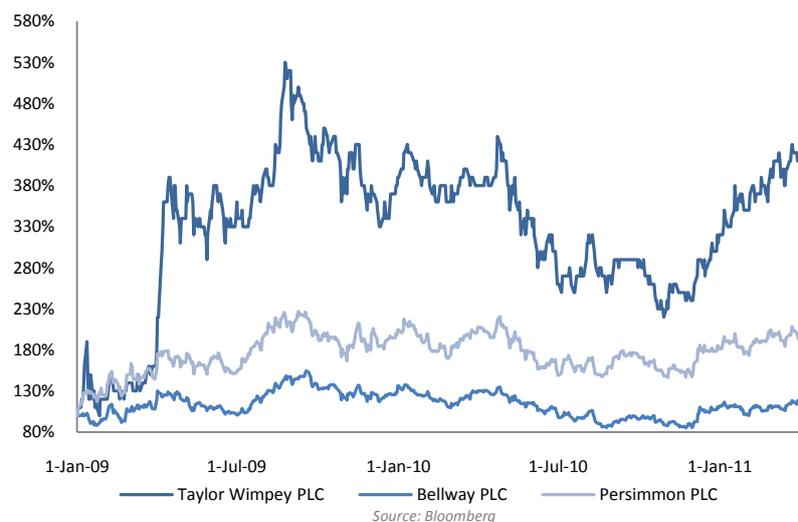
Figure 12: Performance depuis le début de l'année (dividendes inclus) de Roche, Novartis, Medtronic, Teva, Tecan, Optocircuits



Nous avons investi environ 7 % de nos actifs dans trois **Sociétés de construction du Royaume-Uni**. Ceci a été sans conteste un investissement sans consensus : tout le monde sait pertinemment que le consommateur britannique ne va pas très bien et qu'il lui a été difficile d'obtenir des moyens de financement. Mais les prix (et les bénéfices) ne dépendent pas uniquement de la demande mais aussi de l'offre. En 2010, le Royaume-Uni a construit 129 000 logements, le chiffre le plus faible depuis 1923 et moins de la moitié du chiffre qui est estimé par le gouvernement comme étant l'offre minimum qui permet de satisfaire la demande et d'éviter une hausse des prix. Nos sociétés se comportent très bien et leurs actions sont toujours très bon marché. Elles ont bénéficié des circonstances

actuelles permettant de se constituer un « parc foncier » à des prix très faibles. Et les actions des sociétés valorisent ces actifs avec une décote de 20 %. Nous pensons qu'elles constituent un bon investissement à long terme car le marché a toujours valorisé par le passé ces actifs avec une surcote moyenne de 20 %. La figure 13 illustre de quelle manière les prix commencent à refléter cette réalité :

Figure 13: Cours des actions de TW, Bellway et Persimmon (en GBP, 2009 - 2011)



Le deuxième investissement par ordre d'importance concerne les **sociétés d'autoroutes à péage chinoises**, dans lesquelles nous avons investi plus de 5 % de notre portefeuille dans les fonds Classic, Alpha et Stability. Ces sociétés enregistrent de très bonnes performances, avec des augmentations de bénéfices de plus de 15 % l'année dernière. Elles versent des dividendes confortables, entre 5 % et 7 %.

Enfin, nous avons consolidé des positions dans certaines sociétés, principalement dans le secteur des « **produits de consommation** », mais également dans d'autres secteurs qui pourraient être considérés comme des valeurs « blue chips traditionnelles », Nestlé, Unilever, McDonald's, Coca-Cola, Inditex, 3M, IBM, etc. Nous n'avons jamais eu de titres de ces sociétés en portefeuille auparavant, non pas parce que nous pensions qu'elles posaient un problème (elles sont toutes excellentes) mais parce qu'elles ne renfermaient aucun potentiel d'appréciation. Comme nous l'avons fait valoir à de nombreuses reprises, on enregistre des rendements exceptionnels lorsque l'on achète principalement des titres assortis d'une décote et ces sociétés se sont négociées par le passé avec une surcote.

Mais ce n'est pas le cas maintenant. Comme nous en discuterons de manière détaillée plus loin, pour la première fois depuis que nous avons démarré la gestion de nos fonds, un bon nombre de ces « blue chips » représente une opportunité pour l'investisseur « value ». Par conséquent,

nous les intégrons donc progressivement dans nos portefeuilles au fur et à mesure que nous connaissons de mieux en mieux chaque société.

Le cas des « blue chips »

“Mon investissement préféré est l’immobilier. Je possède quelques appartements dans plusieurs villes. Je sais, naturellement, que le prix au mètre carré varie à la hausse comme à la baisse mais cela m’est vraiment égal : tout ce que je sais, c’est que tous les trimestres je touche mes loyers. Je peux donc dormir sur mes deux oreilles et ignorer toute ces horribles nouvelles que vous lisez tous les jours dans les journaux. Cela ne m’affecte pas. »

Un de nos investisseurs nous a fait cette remarque il y a quelques semaines. En fait, il a ajouté que, lorsque le prix des appartements chute d’une manière substantielle dans une ville, il en profite pour acheter encore plus de biens en sachant pertinemment que ses paiements de loyers sont sûrs et que, à long terme, même les prix des appartements vont augmenter.

Aucun signe ne peut selon nous réfuter cet argument. Mais notre question est la suivante : « Comment ceci peut-il être différent par rapport à un investissement dans des actions Nestlé par exemple ? ». La figure 14 illustre les dividendes versés par chaque action Nestlé depuis les 20 dernières années. Elles sont extrêmement stables et ont augmenté à un rythme moyen de 8,22 % par an, en francs suisses, une devise à inflation basse. Et l’on pourrait dire la même chose pour beaucoup d’autres actions. La figure 15 illustre les bénéfices par action de Nestlé depuis 1990. En fait, la figure 16 illustre les dividendes versés par toutes les sociétés du monde entier, tels que mesurés par l’indice MSCI World : nous pouvons constater dans ce cas la crise profonde de 2008-2009 mais les « loyers » continuent de tomber tous les trimestres, et ils ont retrouvé leur taux de croissance (qui est, par ailleurs, bien meilleur que celui des revenus locatifs).

Figures 14 and 15: Dividendes et bénéfice par action de Nestlé SA (en francs suisses depuis 1990)

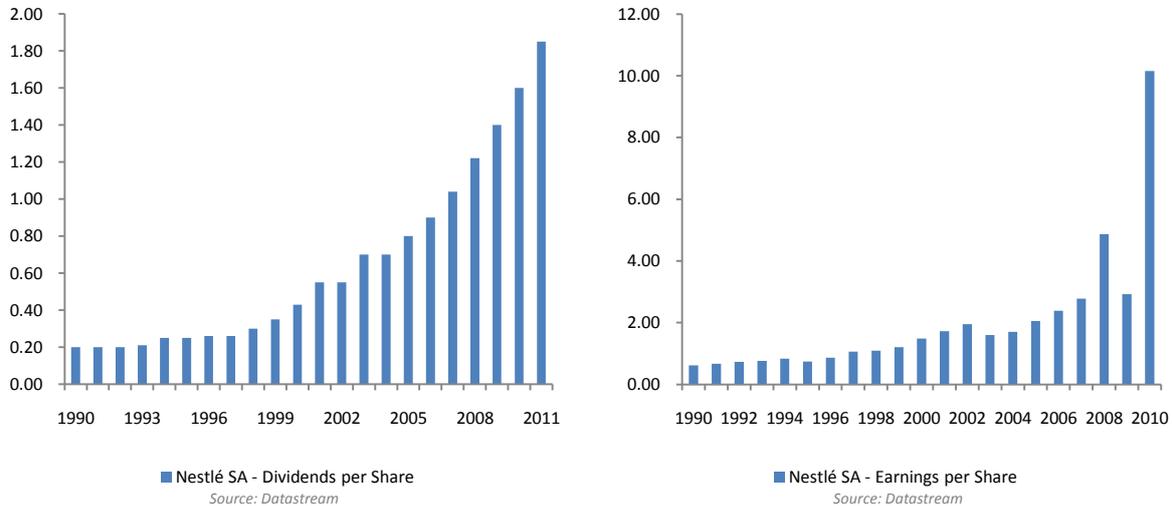
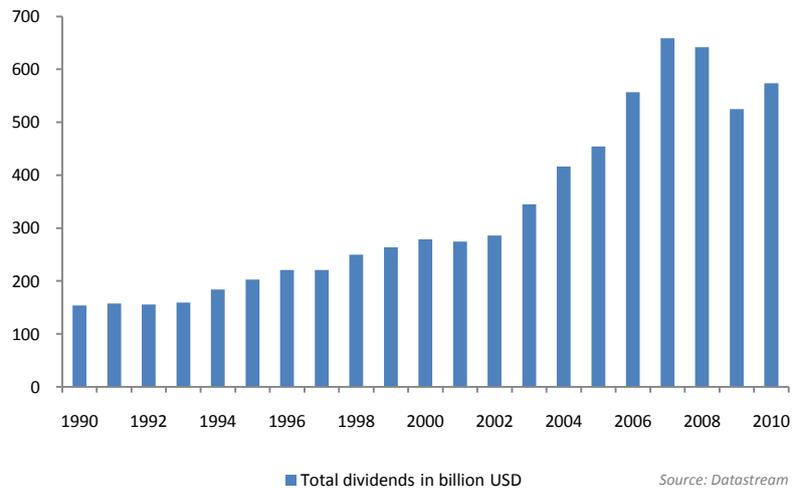


Figure 16: Les dividendes versés par toutes les sociétés du monde (mesurés par l'indice MSCI World Index, en milliards de dollars US, au cours des 20 dernières années)



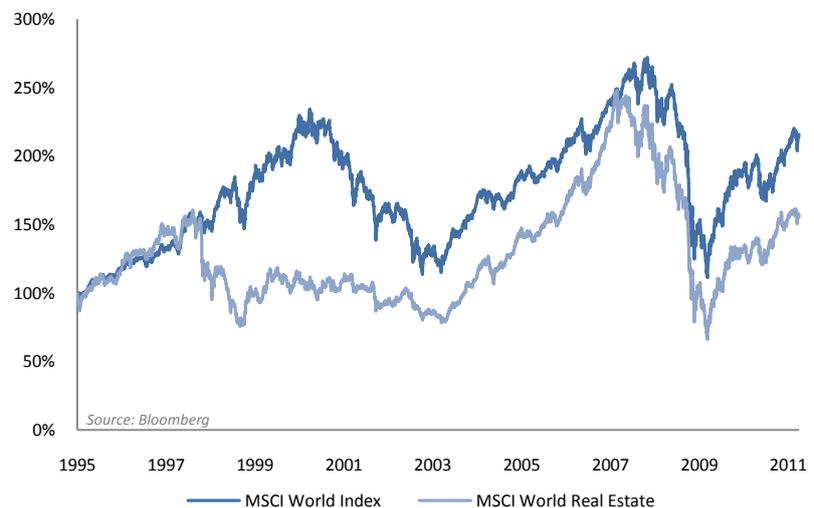
Pourquoi « l'immobilier » est-il donc considéré comme un investissement sûr alors que l'on insiste que le fait que les investisseurs ne doivent investir dans des « actions » que l'argent qu'ils peuvent se permettre de perdre ? La principale différence, naturellement, réside dans la définition du risque. Dans le cas d'un appartement, le risque serait défini par le fait que l'appartement perde constamment sa capacité à générer des revenus : soit l'appartement est détruit ou nationalisé, soit les locataires refusent de payer le loyer dans des circonstances dans lesquelles le propriétaire ne peut pas faire grand-chose ou son voisinage se détériore de ma-

nière significative. Ces cas sont rares, tout particulièrement si l'investisseur est prudent. Par conséquent, l'investissement est considéré à juste titre comme un investissement à « niveau de risque faible » parce que, ce qui importe, c'est le paiement du loyer, et ce loyer continue de tomber, presque à chaque fois. Mais, pour les actions, les investisseurs définissent la rentabilité non pas par l'argent qui est généré (les dividendes ou le « loyer »), mais par les variations de prix au jour le jour. Aussi longtemps que les investisseurs continueront d'adopter cette attitude, ils perdront de l'argent en Bourse. Les gens sont très peu enclins à vendre leurs biens immobiliers lorsque les prix chutent et préfèrent attendre des jours meilleurs tout en touchant leurs loyers. Mais ils vendent systématiquement leurs actions lorsque les cours baissent.

Investir dans des actions constitue probablement un meilleur investissement que l'immobilier, pour de multiples raisons :

1. Tout d'abord, et ce qui est le plus important, les actions génèrent un rendement bien supérieur. Sur la durée, le rendement total de l'immobilier, incluant l'inflation est bien en dessous de 5 %. Les actions ont enregistré généralement par le passé des rendements compris entre 8 % et 10 %. Aujourd'hui, comme nous le verrons plus tard, il est possible d'acheter des actions exceptionnelles qui rapportent 12 %. Sur la durée, ces écarts sont énormes, comme l'indique la figure 17.

Figure 17: MSCI World Index versus MSCI World Real Estate Index (indexed, since 1995)



2. Ensuite, il est plus facile de se diversifier avec des actions. Peu d'investisseurs disposent des fonds nécessaires pour construire des bâtiments de différentes tailles et de différentes qualités dans des pays divers. Cette diversification est très facile à réaliser pour un investisseur en action qui peut, littéralement, acheter des actions de toutes les sociétés d'une certaine taille par le

biais d'un indice mondial. Et la diversification est importante. Certes, certaines sociétés font faillite, ce qui n'est pas très bon pour un investisseur achetant des actions. Mais certains appartements s'avèrent être également des investissements « pourris » car ils nécessitent réparations plus importantes que ce qui était prévu au départ ou alors lorsque le quartier dans lequel ils sont situés se dégrade ou lorsque le locataire refuse de payer pendant une longue période.

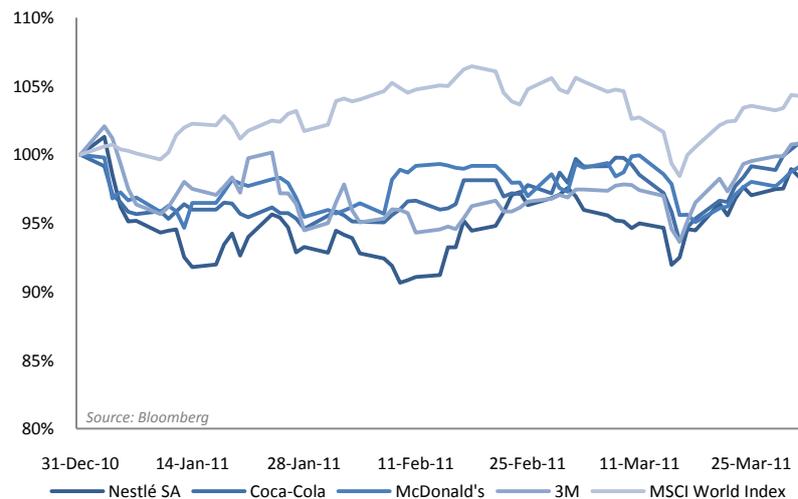
3. C'est difficile de trouver de bonnes affaires dans l'immobilier : les vendeurs savent ce qu'ils vendent et, même s'ils sont forcés à vendre par la banque, ils peuvent toujours trouver un acheteur en acceptant une petite décote. Naturellement, il y a de grands crash immobiliers (ce qui prouve d'ailleurs que le bien n'est pas aussi sûr que ce qui avait été pris comme hypothèse de départ) mais ils ne sont pas fréquents et se passent dans des pays différents à chaque fois. Il est possible de trouver des actions pratiquement tous les jours à un prix intéressant. La raison est simple : personne ne vend une maison sans savoir combien elle vaut mais les investisseurs vendent des actions tout le temps sans avoir la moindre idée sur leur valeur intrinsèque. À chaque fois qu'un investisseur panique et vend ses fonds par exemple, il vend des participations dans des sociétés (actions) qu'il ne savait même pas qu'il détenait, et il connaît encore moins leur valeur « raisonnable » de ces actions. Il est facile de faire de l'argent si l'on se place de l'autre côté de la barrière.
4. Enfin, et c'est ce qui est le plus ironique, les actions sont également un investissement plus rentable du fait de leur liquidité : on peut vendre à tout moment, si besoin est. Et on peut vendre une petite partie ou la totalité de l'investissement. Avec l'immobilier, c'est difficile de n'en vendre qu'une partie (sauf si l'on possède beaucoup de biens immobiliers) et les frais de transaction sont élevés. Toutes choses étant égales par ailleurs, un investissement relativement non liquide comme l'immobilier devrait être plus rentable qu'un investissement liquide. Mais c'est tout le contraire : les biens immobiliers sont, sur le long terme, bien moins rentables que les actions. Mais c'est précisément la liquidité des actions qui pousse les investisseurs à les vendre au mauvais moment, ce qui détruit tout espoir de rentabilité à long terme.

Est-ce nous trouvons les actions attrayantes à présent, après que le doublement des indices depuis le creux du début 2009 et le climat d'incertitude qui nous entoure ? Où reste-t-il un potentiel d'appréciation maintenant ? Manifestement, les actions renferment un potentiel d'appréciation moindre aujourd'hui par rapport à celui qu'elles contenaient lorsqu'elles se vendaient à moitié prix. Mais les indices sont des moyennes, et nous achetons des sociétés spécifiques. À notre avis, un domaine très intéressant en ce moment est ce que nous appelons les

« blue chips ». Nous l'avons déjà mentionné dans nos précédentes lettres d'information mais les opportunités deviennent de plus en plus intéressantes.

Il est possible aujourd'hui d'acheter des actions dans quelques-unes des meilleures sociétés du monde à des prix qui suggèrent que le rendement à long terme sera bien au-dessus de 10 %, avec un risque extrêmement faible. Nous incluons dans cette catégorie des titres comme Nestlé, Coca-Cola, McDonald's, 3M, Medtronic, Inditex, Unilever, etc. etc. Nous n'avons jamais pu nous permettre d'acheter ces titres pour nos fonds (sauf pendant une brève période pendant le crash lorsque tout était « bon à acheter ») en espérant dégager un bon rendement. Naturellement, le risque faible et la croissance à long terme étaient déjà là mais ils étaient intégrés dans le prix. Mais ils ne le sont plus aujourd'hui. La figure 18 illustre l'évolution du cours des actions de certaines sociétés par rapport à un indice général :

Figure 18: Cours des actions de Nestlé, Coca Cola, McDonald's, 3M et Unilever par rapport à l'indice MSCI World (en USD, depuis le début de l'année)



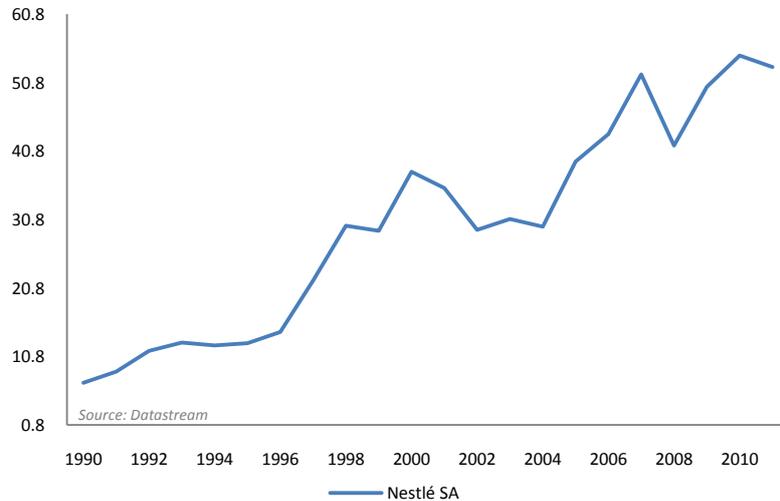
Nous constituons, progressivement, un portefeuille de ces sociétés qui représente maintenant plus ou moins 25 % de notre portefeuille global. Nous avons commencé l'année dernière à nous faire une idée très précise de certains domaines du secteur de la santé, que nous poussons à présent vers le secteur des biens de consommation de base. Ils apportent à notre portefeuille un facteur de stabilité qui est le bienvenu sans pour autant sacrifier le potentiel d'appréciation que nous recherchons en permanence.

En même temps, nous estimons que de nombreuses sociétés « cycliques » sont plus que pleinement valorisées. C'est comme si le marché n'était intéressé que par les sociétés qui allaient beaucoup s'améliorer au cours des deux prochaines années, si tout se passe bien, sans trop se sou-

cier du long terme. Une comparaison entre deux actions pourrait illustrer cet argumentaire.

Tout d'abord, prenons l'exemple que nous avons utilisé par le passé : le cas de Nestlé. Le taux de rendement des capitaux propres de cette société tourne autour de 18 %-20 % chaque année. La moitié des bénéfices est reversée sous forme de dividendes et l'autre moitié est réinvestie dans la société. Le rendement en dividendes est actuellement de 3,5 %. Ceci signifie que, en tant que détenteur d'une action Nestlé, l'investisseur perçoit 3,5 % du cours de l'action actuel en espèces (le dividende) alors que 3,5 % (l'autre moitié des bénéfices) est conservée par la société qui les réinvestit avec un taux de rentabilité moyen des capitaux investis de, disons 19 %. Ceci signifie que le dividende peut augmenter d'environ 8 % à 10 % chaque année. Et c'est ce qui s'est passé réellement au cours des 20 dernières années : les figures 14 et 15 ci-dessus montrent les bénéfices et les dividendes par actions de Nestlé depuis 1990. Si un investissement donné rapporte 3,5 % en espèces et fait croître ce paiement de 8 % par an, cela revient à un investissement qui rapporterait 11,5 % par an. Et c'est l'appréciation qui a été enregistrée par le cours des actions Nestlé, y compris les dividendes, au cours des 20 dernières années, comme l'indique la figure 19.

Figure 19: Cours de l'action Nestlé (en francs suisses depuis 1990)

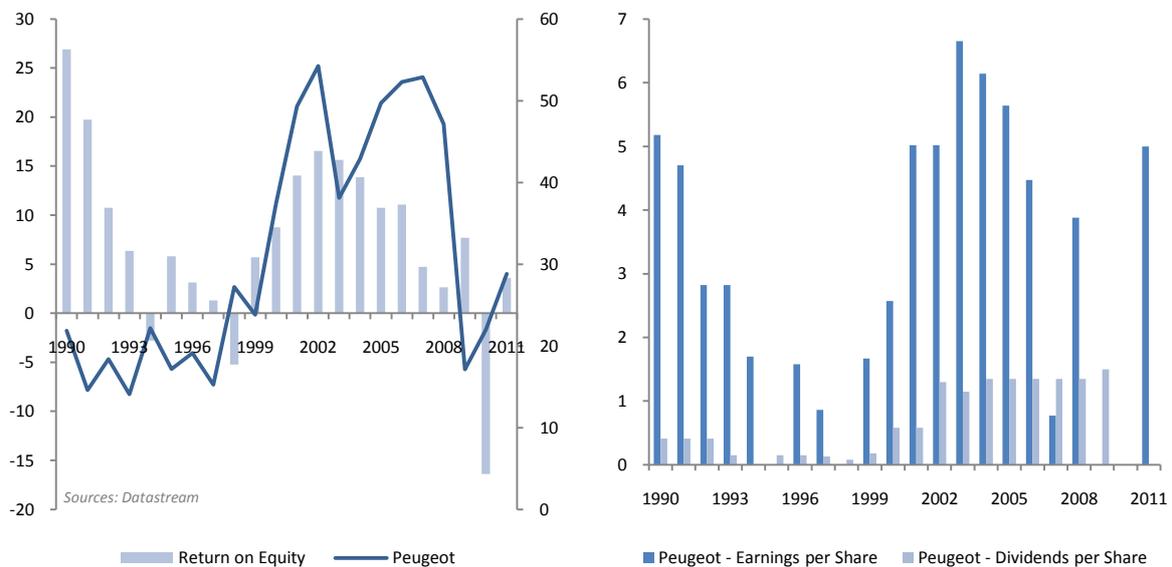


Naturellement, c'est du passé. Est-ce que les vingt prochaines années seront identiques ? Nul ne le sait mais nous n'entrevoions aucun changement majeur dans les activités de Nestlé ou dans la situation de la société. De nombreuses personnes semblent très inquiètes au sujet de l'inflation et pensent que Nestlé n'y échappera pas et sera donc moins rentable. Mais c'est ridicule. Sur la période mentionnée ci-dessus, l'inflation du franc suisse a été de 1,6 % et la rentabilité de Nestlé est restée inchangée. Il est donc juste d'assumer que Nestlé a répercuté ces

coûts. Si l'on pense que l'inflation est un problème pour une société qui a été présente et très rentable depuis plus de 100 ans alors on ne comprend rien aux affaires. Si la performance économique de Nestlé reste similaire à celle du passé, acheter ses actions rapporterait 11,5 % sur le long terme en francs suisses, ce qui serait, à notre avis un bon rendement pour un investissement assorti d'un niveau de risque si faible. Et ce, même avec un ratio cours/bénéfice de 15.

Prenons maintenant l'exemple d'un fabricant automobile français, Peugeot. Les figures 20 et 21 illustrent la rentabilité des capitaux investis enregistrée par la société au cours des 20 dernières années, ainsi que ses bénéfices et des dividendes par action.

Figure 20 and 21: Cours de l'action et rendement des capitaux propres de Peugeot, bénéfices et dividendes par actions de Peugeot (en euros depuis 1990)



L'action a un ratio prix d'action/résultat net de 5 et les analyses s'attendent à un dividende de 9 ¢ en 2011, ce qui donne un rendement de quelques 3,5 % au-dessus du cours, un peu moins que Nestlé. Mais la grande différence, c'est que ces 9 ¢ représente moins que 20 % des bénéfices de Peugeot, le resté étant réinvesti dans la société. Mais réinvesti à quel taux ? Quel va être la rentabilité des capitaux investis de Peugeot à l'avenir ? La moyenne des 20 dernières années a été de 7 %. Leur activité sera peut-être bien meilleure mais c'est difficile à prévoir car la concurrence ne va pas faiblir, la démographie ne joue pas en faveur du titre, la consommation de pétrole sera limitée par des questions de prix et d'émissions de CO₂. Si nous prenons comme point de départ que l'avenir ne va pas être très différent du passé, nous aurions alors une action qui rapporterait 3,5 % en espèces, puis nous réinvestirions le reste de ses bénéfices (80 %) au taux de 7 %, ce qui donnerait un rendement à long

terme de 9 %. Franchement, ce ce n'est pas très attrayant pour une entreprise qui n'a pas toujours été en mesure de verser des dividendes la plupart des années, même si le ratio cours/bénéfice est tout juste de 5.

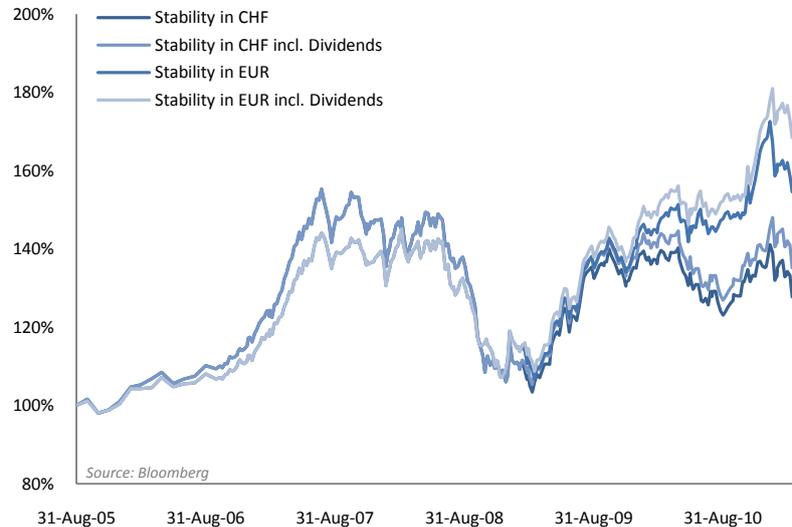
Ceci ne signifie par que les actions de Peugeot n'enregistreront pas une meilleure performance que celles de Nestlé. Malheureusement, nous ne le savons pas. Mais en tant qu'investisseurs à long terme, nous savons où se trouvent les potentiels d'appréciation. Et, comme l'indique cet exemple, ce n'est pas toujours et automatiquement avec des ratios cours/bénéfice faibles. Certes, les bénéfices par action peuvent augmenter davantage avec Peugeot que Nestlé au cours des prochaines années. Mais, lorsque vous achetez une action, vous l'achetez pour toujours, même si vous décidez de la vendre ultérieurement : lorsque vous vendez, son prix reflètera probablement les prochaines années de bénéfices. Les pratiques de prévisions de retournement des marchés (ou « market timing ») peuvent être très rentables mais ce n'est pas une stratégie qu'il est facile d'appliquer régulièrement. Et ce n'est certainement pas ce que nous essayons de faire chez SIA.

Naturellement, les analyses précédentes sont relativement simplistes : plusieurs autres éléments doivent être pris en compte, comme le niveau d'endettement de la société, sa gouvernance d'entreprise, les changements technologiques et réglementaires ... Mais cela donne une idée de notre point de vue sur ces sociétés.

Le fonds LTIF-Stability, une catégorie d'actions de distribution

En 2005, nous avons lancé le fonds Stability. Comme tous les premiers fonds que nous avons lancés (Classic, Alpha et Energy) il a été le premier à être enregistré comme une entité des Îles Vierges Britanniques, et a été transféré en Suisse en 2006 (les autres fonds ont été transférés au Luxembourg). Au début, il était libellé en euros et puis il a été libellé en francs suisses au moment du transfert. Naturellement, la devise n'est pas si importante que cela. Ce qui importe, c'est l'évolution des actifs sous-jacents, bien que nous pratiquions quelques opérations de couverture de devises. La figure 22 indique l'historique du fonds depuis son lancement, tant en euros qu'en francs suisses. La différence entre les lignes est la variation des deux devises.

Figure 22: **LTIF Stability en francs suisses et en euros sans et incl. les dividendes (depuis le lancement)**



La figure 22 comprend également des dividendes : bien que la stratégie du fonds consiste à réinvestir tous les dividendes, la réglementation suisse nous oblige en fait à régler des dividendes lorsque les commissions de performance ne sont pas acquises, ce qui a été le cas depuis 2008, pour le fonds, en francs suisses, qui n'a pas atteint son « high watermark » (il l'a fait en euros mais les commissions sont calculées sur la performance en franc suisse). En tout état de cause, ces dividendes n'ont pas été trop importants et n'ont été réglés qu'au cours des deux dernières années. Notre stratégie consiste toujours à régler un montant de dividendes le moins élevé possible, et aucun dividende si la réglementation le permet. C'est la solution privilégiée qui est indiquée par la plupart de nos investisseurs et que nous suivons dans tous nos autres fonds.

Mais un certain groupe d'investisseurs aime les dividendes. Pour eux, nous sommes en train de lancer une nouvelle catégorie d'actions au sein du fonds Stability, appelé la catégorie « Growth Income » (Revenus Croissance). Elle versera un dividende annuel compris entre 3 et 4 %, en francs suisses. Mais c'est le côté attrayant et les dividendes augmenteront avec le temps. En principe, nous anticipons une croissance annuelle de 4 à 5 % pour les dividendes, ce qui dépend, naturellement de la performance de nos sociétés. Ceci représenterait des revenus en liquidités de 8 % par an environ, voire plus, en francs suisses, sur le long terme. Les investisseurs de cette catégorie constateront comme notre investisseur du secteur immobilier que, quels que soient les événements qui se produisent dans le monde ou en Bourse, leurs revenus leur sont toujours versés et augmentent même tous les ans.

Le mot de la fin : il existe des incertitudes dans le monde. Il y en a toujours eu et il y en aura toujours. Mais les principales composantes de

notre portefeuille (les produits de consommation de valeurs « blue chips », les sociétés de la santé, les assureurs, producteurs de ressources de base, etc.) seront toujours là. Si le prix d'entrée est correct, comme nous tentons de nous assurer qu'il le soit, la rentabilité à long terme est pratiquement assurée. Nous croyons fermement qu'une performance tournant autour des 12 % annuels que nous avons réalisés depuis le début (10 à 15 %) peut être anticipée de manière raisonnable pour l'avenir.

Dernières nouvelles de chez SIA

Nous effectuerons des présentations à Zurich et à Genève les 5 et 6 mai. Veuillez trouver ci-dessous l'invitation comprenant le formulaire Internet à remplir pour confirmer votre participation.

Présentation à Zurich le jeudi 5 mai 2011 à 17 heures

1. Introduction : Situation du marché et opportunités d'investissement – J. Carlos Jarillo, Associé Directeur, SIA Genève
2. Le secteur de l'assurance vie – Walter Scherk, Associé Directeur, SIA Barcelone
3. Remarques générales sur nos Fonds et nos projets de fonds - Alex Rauchenstein, CEO SIA Funds AG

Lieu : **Hotel Baur au Lac**. Un cocktail sera offert après la présentation.

Présentation à Genève, le vendredi 6 mai 2011 à 11 h 45

1. Situation du marché et opportunités d'investissement – J. Carlos Jarillo, Associé Directeur, SIA Genève
2. Le secteur de l'assurance vie – Walter Scherk, Associé Directeur, SIA Barcelone
3. Remarques générales sur nos Fonds et nos projets de fonds - Alex Rauchenstein, CEO SIA Funds AG

Lieu : **Swissôtel Métropole**. Un buffet-déjeuner sera offert après la présentation.

Après chaque présentation, une discussion ouverte aura lieu. Les intervenants seront disponibles pour discuter de manière plus détaillée.

Veuillez confirmer votre participation en utilisant ce [formulaire Web](#).

Chiffres des catégories d'actifs en USD

Tableau 4: Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en USD

Mars 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic [USD]	357.92	0.98%	7.04%	16.17%	657.6 *
LTIF Classic II [USD]	188.31	1.00%	6.05%	16.84%	* Classic & Classic II combinés
LTIF Alpha [USD]	216.45	-0.09%	4.23%	8.57%	98.54 **
LTIF Alpha II [USD]	160.77	-0.07%	3.24%	7.18%	** Alpha & Alpha II combinés
LTIF Natural Resources [USD] (anc. Global Energy Value Fund)	204.56	1.76%	12.84%	7.37%	166.19
LTIF Emerging Market Value [USD]	132.87	-0.70%	-	3.16%	9.08
MSCI World Index TR [USD] (Bloomberg GDDUWI)	4'500.83	4.91%	14.03%	5.57% ***	*** date de lancement de Classic

Figure 23
LTIF – Classic USD

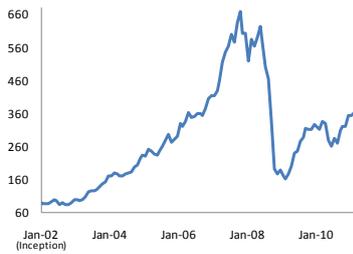


Figure 24
LTIF – Classic II USD

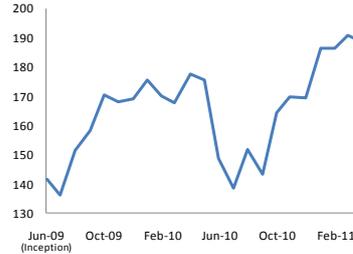


Figure 25
LTIF – Alpha USD

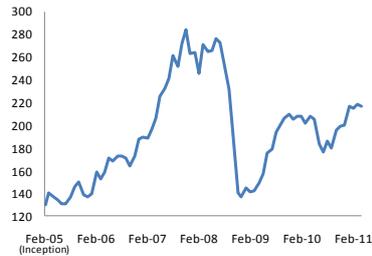


Figure 26
LTIF – Alpha II USD

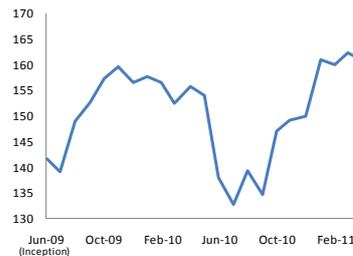


Figure 27
LTIF – Natural Resources USD

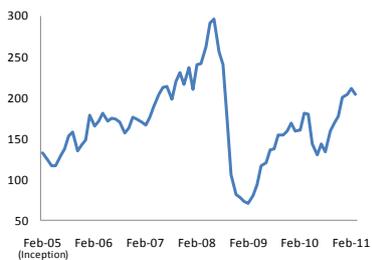
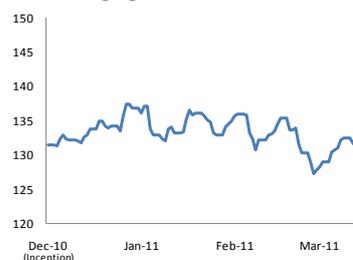


Figure 28
LTIF – Emerging Market Value USD



Chiffres des catégories d'actifs en CHF

Tableau 5: Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en CHF

Mars 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic [CHF]	327.45	-0.89%	-6.96%	8.96%	601.6 *
LTIF Classic II [CHF]	172.28	-0.87%	-7.82%	7.17%	* Classic & Classic II combinés
LTIF Alpha [CHF]	198.02	-1.94%	-9.41%	4.06%	90.15 **
LTIF Alpha II [CHF]	147.08	-1.92%	-10.27%	-1.69%	** Alpha & Alpha II combinés
LTIF Natural Resources [CHF] (anc. Global Energy Value Fund)	187.14	-0.13%	-1.92%	3.20%	152.04
LTIF Emerging Market Value [CHF]	121.56	-2.53%	-	-13.78%	8.30
LTIF Stability Series [CHF] ***	201.20	-4.05%	-5.14%	4.81%	31.05
*** Rendement total (à dividendes incl.)	4.89	-1.77%			
MSCI World Index TR [CHF] (Bloomberg GDDUWI)	4'121.86	2.88%	-0.66%	-0.95% ***	**** date de lancement de Classic

Figure 29
LTIF – Classic CHF

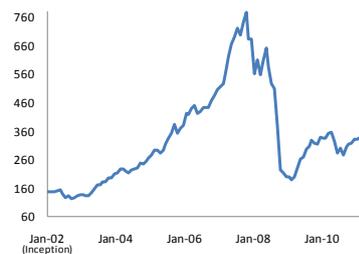


Figure 30
LTIF – Classic II CHF

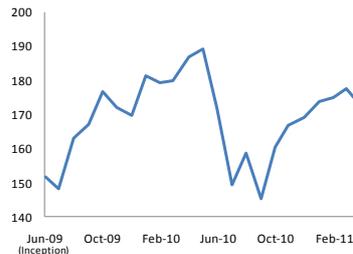


Figure 31
LTIF – Alpha CHF

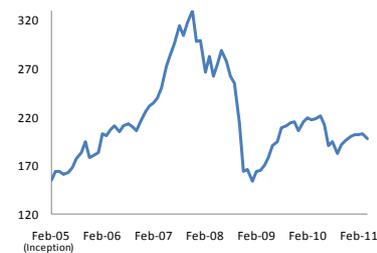


Figure 32
LTIF – Alpha II CHF

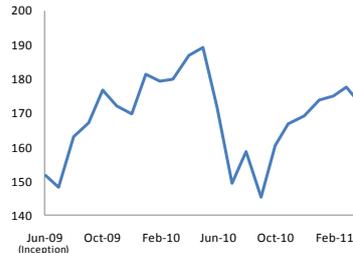


Figure 33
LTIF – Natural Resources CHF

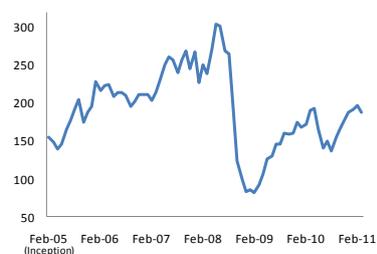


Figure 34
LTIF – Emerging Market Value CHF

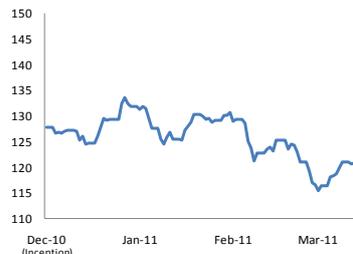
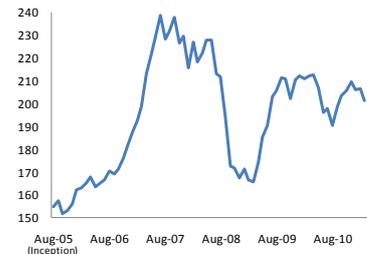


Figure 35
LTIF – Stability CHF



Chiffres des catégories d'actifs en GBP

Table 4: Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en GBP *

Mars 2011	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	AGS (en millions)
LTIF Classic II [GBP]	117.48	-1.35%	0.36%	18.41%	410.24 (Classic & Classic II combinés)
LTIF Alpha II [GBP]	100.30	-2.39%	-2.30%	8.63%	61.47 (Alpha & Alpha II combinés)
LTIF Natural Resources [GBP] (anc. Global Energy Value Fund)	127.62	-0.61%	6.79%	10.66%	103.68
LTIF Emerging Market Value [GBP]	82.89	-3.01%	-	-7.30%	5.66
MSCI World Index TR [GBP] (Bloomberg GDDUWI)	2'801.81	1.82%	7.84%	20.77% *	* date de lancement de Classic II

* La performance jusqu'au 05.11.2009 est convertie selon une simulation établie de l'EUR à la GBP. La valeur liquidative du 01.06.2009 au 04.11.2009 n'est pas officielle.

Figure 36
LTIF – Classic II GBP

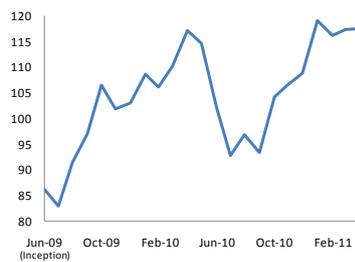


Figure 37
LTIF – Alpha II GBP

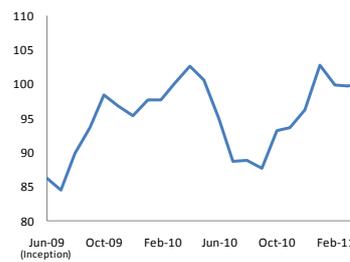
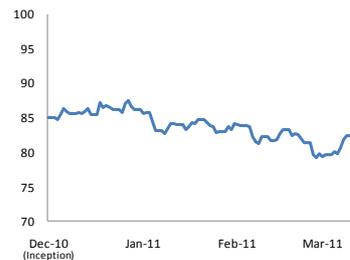


Figure 38
LTIF – Natural Resources GBP



Figure 39
LTIF – Emerging Market Value GBP



Notice légale - Luxembourg

La performance du fonds au 31.05.06 est celle du fonds LTIF-BVI (Iles Vierges Britanniques) dont le LTIF Luxembourg est un successeur identique. Les résultats des exercices antérieurs ont été audités par Ernst & Young. Des rapports peuvent être obtenus auprès de SIA Funds AG. Les performances passées ne préjugent pas des tendances futures du marché.

Long Term Investment Fund est une société d'investissement à capital variable du type "parapluie" constituée sous la forme d'une "société anonyme" au regard des lois du Grand Duché du Luxembourg et répond donc à la définition d'une Société d'Investissement à Capital Variable ("SICAV") en vertu de la Section I de la loi luxembourgeoise du 20 décembre 2002. Ce fonds est composé de trois compartiments actifs appelés "Classic", "Alpha", et "Energy", qui correspondent complètement à la fois au Fonds d'investissement à long terme (Long-Term Investment Fund) - BVI (Iles Vierges Britanniques) (catégories "Classic" et "Alpha") et au fonds Global Energy Value Fund en termes d'objectifs de placement et de structure opérationnelle. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en acquérir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ses lecteurs.

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: LTIFGEV LX

LTIF – Natural Resources USD

ISIN: LU0301247234
Telekurs: 3'101'839
Bloomberg: LTIFGEU LX

LTIF – Natural Resources CHF

ISIN: LU0301246939
Telekurs: 3'101'836
Bloomberg: LTIFGEC LX

LTIF – Natural Resources GBP

ISIN: LU0457696077
Telekurs: 10'638'983
Bloomberg: LTIFGEG LX

LTIF – Emerging Market Value EUR

ISIN: LU0553294868
Telekurs: 11'901'448
Bloomberg: LTIFEME LX

LTIF – Emerging Market Value USD

ISIN: LU0553295592
Telekurs: 11'901'450
Bloomberg: LTIFEMU LX

LTIF – Emerging Market Value CHF

ISIN: LU0553294785
Telekurs: 11'901'447
Bloomberg: LTIFEMC LX

LTIF – Emerging Market Value GBP

ISIN: LU0553296053
Telekurs: 11'901'451
Bloomberg: LTIFEMG LX

Agent administratif :

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

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Switzerland

Dépositaire :

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

Siège social :

1, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Luxembourg

Notice légale – Suisse

La performance du fonds au 30.09.06 correspond à celle du fonds LTIF-BVI (Iles Vierges Britanniques), convertis en CHF, dont le fonds LTIF Stability est un successeur identique. Les résultats des exercices antérieurs ont été audités par Ernst & Young. Des rapports sont disponibles auprès de SIA Group. Les performances passées ne préjugent pas des tendances futures des marchés.

Long Term Investment Fund Stability (SIA Funds) a été approuvé par la commission bancaire Suisse le 13 juillet 2006. Le fonds a été ouvert aux transactions en francs suisses le 1er octobre 2006. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en acquérir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ses lecteurs.

LTIF – Stability

ISIN: CH0026389202
Telekurs: 2'638'920
Bloomberg: LTIFSTA SW

Agent administratif :

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

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
Parkweg 1
CH-8866 Ziegelbrücke
Switzerland

Dépositaire :

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