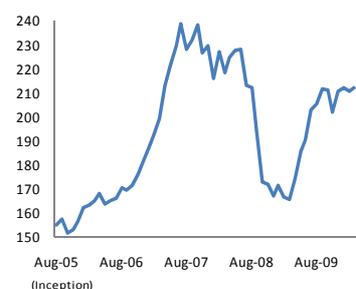
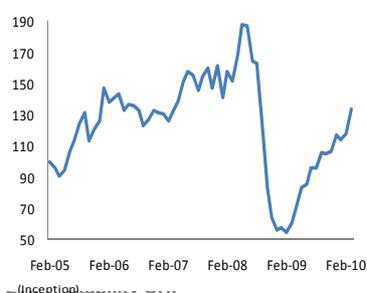
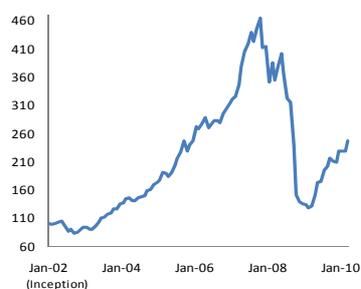


Figure 1  
LTIF – Classic I EUR



## Long Term Investment Fund

Le tableau 1 et les figures 1 à 7 illustrent la dernière évolution de la Valeur liquidative de nos fonds au premier trimestre 2010.

Tableau 1 : Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en EUR

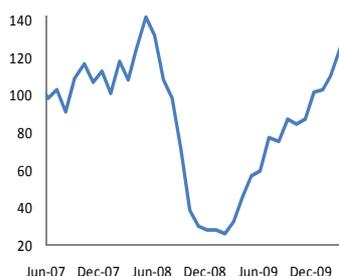
Mars 2010	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	ASG (en millions)
LTIF Classic I [EUR]	247,11	8,51 %	87,18 %	11,59 %	652,71 *
LTIF Classic II [EUR]	131,23	7,27 %	n.a.	n.a.	* Classic I & II combinés
LTIF Alpha I [EUR]	153,48	5,89 %	36,33 %	8,65 %	111,45 **
LTIF Alpha II [EUR]	115,09	4,72 %	n.a.	n.a.	** Alpha I & II combinés
LTIF Natural Resources [EUR] (anciennement Global Energy Value Fund)	133,97	14,04 %	120,49 %	5,92 %	58,82
LTIF Stability Series [CHF] ***	212,10	0,66 %	28 %	7,12 %	42,41
*** Rendement total (à dividendes inclus)	3,69	2,39 %			
Global Mining Value Fund [EUR]	124,98	23,35 %	280,92 %	8,19 %	59,16
MSCI World Index TR (GDDUWI) [EUR]	2 916,87	9,58 %	50,35 %	-0,52 % ****	**** date de lancement de LTIF Classic I

Ce taux d'appréciation est supérieur à notre moyenne historique (qui se situe environ à un taux mensuel compris entre 1 % et 1,5 %) et peut, dans une certaine mesure être considéré comme la continuation du « rattrapage » de nos actions après la chute injustifiée subie en 2008.

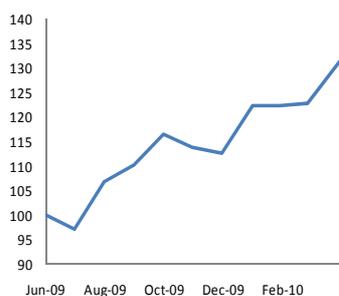
Cette appréciation des cours a eu pour effet que deux de nos fonds, le fonds Mining et le fonds Stability, se sont retrouvés pratiquement au même niveau que celui antérieur à la crise, lorsqu'ils avaient atteint leur soi-disant « *high watermarks* ». Comme nous vous en ferons part de manière plus détaillée ci-dessous, la volatilité qui a été observée sur les marchés et nos fonds au cours des deux dernières années n'a eu finalement qu'un impact mineur sur les investisseurs à long terme, sauf qu'elle leur a offert la rare opportunité d'acheter d'excellents actifs à un niveau inférieur à la moitié de leur valeur intrinsèque.

Néanmoins, comme nous l'avons toujours souligné, dans pratiquement chaque Lettre trimestrielle, les bénéfices des sociétés constituent un élément bien plus important que l'évolution du prix des actions sur un ou quelques trimestres. À cet égard, nous sommes très satisfaits : des titres de compagnies d'assurance aux sociétés minières, des valeurs industrielles aux sociétés d'exploitation d'autoroutes, nous avons eu plus de surprises positives que négatives. Nos sociétés d'exploitation d'autoroutes chinoises ont enregistré, tout particulièrement, de bons résultats. Par exemple, Anhui Expressway a déclaré une croissance annuelle de son chiffre d'affaires de 5 % (notre prévision était de 2 %). Cette croissance devrait se poursuivre : selon la société, le nombre total de véhicules

Figure 5  
Global Mining Value Fund EUR



(Inception)



(Inception)



en circulation a augmenté de 24 % et s'établit à 1,67 millions d'unités dans la province d'Anhui, les véhicules privés ayant augmenté de 35 % sur un an glissant, soit 0,65 millions en 2009. Comme tout le monde le sait, la Chine est devenue désormais le plus grand marché automobile mondial, ce qui a eu un bon impact sur Xingda, une de nos positions spécialisées dans les câbles internes de pneus à carcasse radiale. Les actions de la société ont plus que doublé depuis que nous les avons achetées il y a moins d'un an. Nos positions dans le secteur des ressources se sont également bien comportées : le prix du pétrole, du cuivre, du charbon et du minerai de fer, des matières premières produites par des sociétés dans lesquelles nous avons investi sont en hausse et ceci a, de toute évidence, un impact positif sur les bénéfices et le cash-flow. Notre prévision de rendement global moyen sur nos actions (les rendements annualisés que nous enregistrerions si nous les conservions indéfiniment) est supérieure à 15 %.

### Le risque associé aux actifs dits risqués

Au cours des derniers mois, nous avons vu apparaître un nouveau cliché linguistique : tous les actifs qui ne sont pas des emprunts d'État de qualité élevée sont appelés des « actifs à risque » (pas même des « actifs risqués » ce qui serait au moins grammaticalement correct). Ceci soulève manifestement la question suivante : le risque de quoi au juste ? C'est une question que nous avons posée à plusieurs reprises dans nos lettres trimestrielles.

Une définition relativement standard du risque, qui serait acceptée par la plupart des acteurs du marché serait « la possibilité de perdre définitivement une part substantielle de son capital ». Si nous acceptons cette définition, de nombreux actifs risqués ne sont pas si risqués après tout ... et vice-versa : des détenteurs de certains titres risquent de perdre définitivement le capital investi dans certains actifs ; apparemment sans risque.

Imaginez une position qui verserait des dividendes en espèces d'un montant raisonnable la première année (disons 2 à 4 % du montant initial investi) et dont le dividende augmenterait ensuite tous les ans à un taux constant de 5 %. C'est ce qui s'est passé pendant plus de cinquante ans et rien ne laisse entrevoir la fin du flux des dividendes. Les liquidités continuent d'affluer car la société est très diversifiée, relativement bien gérée et elle a trouvé au fil des ans de nouveaux produits et services pour remplacer ceux qui étaient devenus obsolètes. La société est une très grande société qui bénéficie d'un niveau de liquidités impressionnant. Doit-on pour autant la considérer comme un actif risqué ?

Une telle entreprise serait par exemple l'Indice Standard & Poor's des 500 plus grandes sociétés américaines. Les investisseurs peuvent acheter un fonds indiciel qui regroupe des actions de ces 500 sociétés et percevoir le dividende annuel. Examinons à présent les paiements en espèces qu'ont réellement perçus les investisseurs au cours des cinquante dernières années. Puisque que nous vivons une « époque intéressante » (La récession sera-elle une récession à « double creux » ? Est-ce que la Grèce sera en faillite ? Est-ce

que l'euro tiendra ? Est-ce que les États-Unis pourront supporter leur dette énorme ? etc. etc.), le tableau 2 ci-dessous retrace les principales évolutions économiques et politiques depuis 1960 (année que nous avons choisie de manière arbitraire comme point de départ) et indique les dividendes en espèces perçus par les investisseurs pour l'année correspondante.

Tableau 2 : Principaux événements politiques et économiques et dividendes en espèces réglés en \$

Année	Principaux événements	Dividende en espèces par action [€]
1960	Un avion espion U-2, avec Francis Gary Powers aux commandes est abattu au-dessus de Sverdlovsk, en Russie, ce qui a eu pour effet d'annuler un sommet prévu entre le premier ministre de l'Union Soviétique Nikita Khrouchtchev et le Président Dwight Eisenhower.	1.98
1961	1500 réfugiés cubains, entraînés sur une base américaine secrète de la CIA au Guatemala, débarquent dans la Baie des Cochons à Cuba. La tentative de renversement du régime de Fidel Castro est un échec. À Noël 1962, Castro échange 1113 assaillants fait prisonniers et 992 de leurs proches contre 53 millions de dollars de médicaments et de nourriture.	2.04
1962	Crise des missiles cubains. Les États-Unis et l'URSS ont été proches de la guerre nucléaire lorsque les États-Unis ont appris que l'Union Soviétique était en train d'installer des armes nucléaires offensives à Cuba. Moscou a mis fin à la crise en démantelant les sites de lancement et a obtenu en échange du Président Kennedy qu'il n'envahirait plus Cuba.	2.15
1963	Le président Diem du Vietnam-Sud est tué dans un coup d'État militaire. Le Président John Kennedy est assassiné à Dallas, au Texas. Deux jours plus tard, son assassin présumé est abattu dans une prison de Dallas.	2.35
1964	Les États-Unis annoncent que le bateau lance-torpilles du Nord-Vietnam a attaqué un destroyer américain dans le Golfe de Tonkin dans les eaux internationales, à 30 miles des côtes du Nord-Vietnam. Par un vote du 502-2, le congrès a approuvé la résolution sur le Golfe du Tonkin en autorisant le président à « prendre toutes les mesures nécessaires pour repousser toute attaque armée contre les forces des États-Unis et éviter toute nouvelle agression ».	2.58
1965	Les États-Unis bombardent le Nord-Vietnam par mesure de représailles contre une attaque du Front de Libération National sur les troupes américaines au Sud-Vietnam.  La police de l'État d'Alabama attaque à coups de matraques et de gaz des manifestants défendant les droits de vote qui se préparaient à une marche entre Selma et capitale de l'État, Montgomery.  Des incendies criminels et des pillages ont lieu dans le district de Watts de Los Angeles. Le bilan est de 34 morts et 3900 arrestations.	2.83
1966		2.88
1967	La guerre éclate au Moyen-Orient. Israël sort vainqueur contre l'Égypte, la Jordanie, la Syrie, et la République Arabe Unie de la guerre des « Six Jours » qui se soldera par l'occupation par Israël de territoires cinq fois plus étendus qu'avant la guerre.  Une émeute à Newark, N.J., fait 26 morts et plus de 1500 blessés.  Une émeute à Detroit, qui a éclaté après un raid de la police dans une boîte de nuit fait 43 morts et 2000 blessés.	2.98

<b>1968</b>	<p>Des canonnières de la Corée du Nord capturent le navire de renseignements américain Pueblo.</p> <p>Le Nord-Vietnam et le Viet Cong lancent l'offensive du Têt contre les principales villes du Sud-Vietnam, faisant ainsi évanouir tout espoir de victoire militaire des États-Unis.</p> <p>Le Révérend Martin Luther King est assassiné à Memphis, Tennessee, où il soutenait une grève des ouvriers des services de l'assainissement.</p> <p>Les chars soviétiques entrent en Tchécoslovaquie et mettent fin aux réformes libérales.</p> <p>Le candidat démocrate à la présidence Robert F. Kennedy est assassiné.</p>	3.04
<b>1969</b>		3.24
<b>1970</b>	Les troupes américaines lancent une incursion au Cambodge.	3.19
<b>1971</b>	Le système monétaire de Bretton Woods s'effondre. La France refuse d'adopter le dollar et lui préfère l'or. Nixon met fin de manière unilatérale à la convertibilité du dollar. Les salaires et les prix sont gelés par la loi aux États-Unis.	3.16
<b>1972</b>	<p>Le candidat démocrate aux élections présidentielles George Wallace est abattu à Laurel, Md.</p> <p>Cinq cambrioleurs sont arrêtés en train d'installer des écoutes téléphoniques dans les bureaux du Comité National Démocratique du Watergate à Washington, D.C.</p> <p>Aux Jeux Olympiques de Munich, huit guérilleros palestiniens armés font irruption dans la résidence des athlètes israéliens et tuent un athlète israélien et prennent neuf otages. Pendant la fusillade, les neuf otages israéliens sont tués ainsi que cinq des huit palestiniens.</p> <p>Bombardement de Noël. Le Président Nixon ordonne le bombardement d'Hanoi et de Haiphong, apparemment pour essayer d'obtenir un accord de paix par le Président Thieu du Sud-Vietnam.</p>	3.19
<b>1973</b>	<p>Un accusé du cambriolage du Watergate, James McCord, informe le juge chargé de l'affaire qu'un cas de parjure a été commis au cours du procès et que des hauts responsables de l'Administration américaine avaient intimidé les accusés pour qu'ils gardent le silence et plaident coupables.</p> <p>Le Président chilien Salvador Allende est tué dans un coup militaire. Une junte dirigée par le Général Augusto Pinochet prend le pouvoir.</p> <p>Le Vice-président Spiro Agnew démissionne et ne réfute pas l'accusation d'évasion fiscale. Agnew avait reçu des pots-de-vin pendant une période de dix jours lorsqu'il était gouverneur et chef de l'exécutif du comté de l'État du Maryland. Le leader républicain Gerald Ford remplace Agnew en tant que Vice-président.</p> <p>Le jour du Yom Kippur, les pays arabes attaquent Israël dans le cadre d'une action coordonnée. Les pays arabes imposent un embargo sur le pétrole à l'encontre des États-Unis pour faire augmenter le prix du baril et prennent des représailles contre le soutien apporté à Israël par les États-Unis. Le prix du baril de pétrole passe de 18 \$ à 42 \$ (en dollars de 2008) en deux semaines. Il atteindra 80 \$ quelques années plus tard.</p>	3.61
<b>1974</b>	<p>Richard Nixon est le premier président à démissionner en cours de mandat.</p> <p>Suite à la crise pétrolière, le PIB des États-Unis baisse de plus de 4 %.</p> <p>L'indice S&amp;P 500 chute de plus de 25 %.</p>	3.72
<b>1975</b>	Le Cambodge saisit un navire de la marine marchande des États-Unis, le Mayaguez ainsi que ses 39 membres d'équipage dans le Golfe de Siam. Les troupes américaines reprennent le contrôle du navire et de l'équipage mais le bilan sera de 38 morts.	3.73
<b>1976</b>		4.22

<b>1977</b>		4.86
<b>1978</b>	La révolution iranienne commence.	5.18
<b>1979</b>	<p>Ayatollah Khomeiny, de retour d'un exil de 15 ans, prend le pouvoir en Iran.</p> <p>Des gardes de la révolution font irruption dans l'ambassade américaine de Téhéran et prennent 55 citoyens américains en otages. Ils les retiendront pendant plus de 400 jours.</p> <p>L'accident nucléaire américain le plus grave a lieu à Three Mile Island à côté de Harrisburg, Pennsylvanie.</p> <p>L'Union Soviétique envahit l'Afghanistan.</p>	5.97
<b>1980</b>	<p>Le scandale des « <i>Savings and Loans</i> » débute. 1600 banques finiront par faire faillite avec une facture de plus de 500 Mds \$ pour le contribuable.</p> <p>L'inflation atteint un taux de 13,5 %</p>	6.44
<b>1981</b>	<p>Les faillites d'entreprises américaines augmentent de 50 % par rapport à l'année précédente.</p> <p>François Mitterrand gagne les élections présidentielles en France et annonce la nationalisation de toutes les grandes banques et des grandes sociétés industrielles françaises.</p>	6.83
<b>1982</b>	<p>L'Argentine envahit les Iles Malouines, ce qui déclenche la guerre des Malouines avec la Grande-Bretagne.</p> <p>Les taux d'intérêt à long terme atteignent 13 %.</p>	6.93
<b>1983</b>	Un avion de ligne commerciale coréen, le vol KAL-007, est abattu par un avion de combat, faisant 269 victimes.	7.12
<b>1984</b>	Les taux d'intérêt à long terme restent bien au-dessus de la barre des 10 %.	7.83
<b>1985</b>		8.2
<b>1986</b>	<p>Un réacteur soviétique de la centrale nucléaire de Tchernobyl explose en Ukraine.</p> <p>L'administration Reagan annonce que les bénéfices tirés de ventes d'armes illégales à l'Iran ont été reversés au mouvement des Contras du Nicaragua.</p>	8.19
<b>1987</b>	19 octobre : la Bourse s'effondre de 508 points en une seule séance, la pire chute dans toute l'histoire de Wall Street.	9.17
<b>1988</b>	<p>Al-Qaeda est fondé par Osama Ben Laden</p> <p>Des agents libyens font exploser le vol Pan Am 103 au-dessus de Lockerbie, en Écosse, faisant 259 victimes</p>	10.22
<b>1989</b>	<p>L'Exxon Valdez déverse 11 millions de litres de pétrole dans le Prince William Sound en Alaska</p> <p>Les manifestants pro-démocrates érigent une statue de 10 mètres de haut baptisée « <i>God-ness of Democracy</i> » (une réplique de la statue de la liberté) qui est dévoilée sur la place de Tiananmen Square à Pékin, en Chine.</p> <p>Les manifestations pro-démocrates sur la place de Tiananmen Square sont réprimées. Des centaines de manifestants sont abattus par l'armée.</p> <p>Les États-Unis envahissent Panama et évincent le Général Manuel Noriega.</p> <p>Les régimes communistes s'effondrent en Europe de l'Est.</p>	11.73

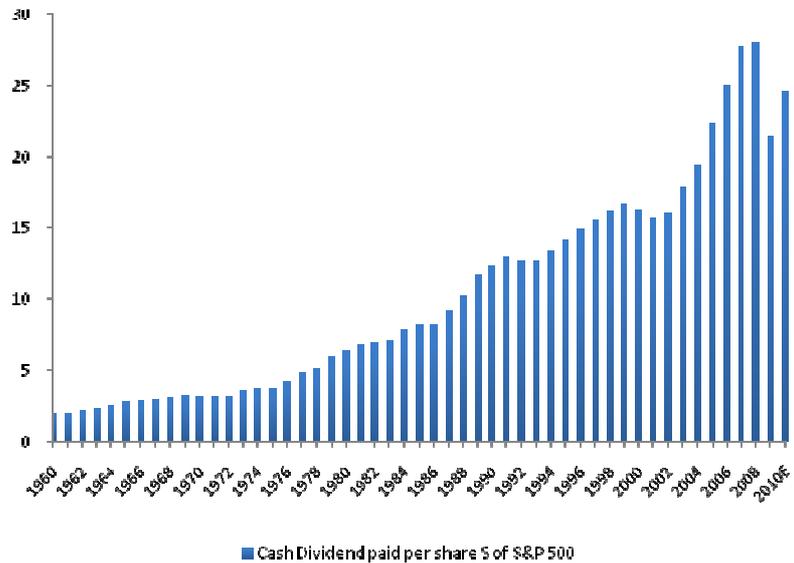
<b>1990</b>	Les troupes irakiennes envahissent et occupent le Koweït. Ils menacent l'Arabie Saoudite. Le prix du pétrole double en deux semaines.	12.35
<b>1991</b>	Les éléments durs de l'Union Soviétique assignent à résidence le Président Mikhaïl Gorbatchev. L'échec du coup d'État se traduit par un transfert du pouvoir aux Républiques soviétiques. L'Union Soviétique est dissolue, la guerre froide prend fin.	12.97
<b>1992</b>	La Slovénie et la Croatie déclarent leur scission de la Yougoslavie. Pour la première fois, une guerre éclate en Europe depuis 1945.  Le Système Monétaire Européen s'effondre.	12.64
<b>1993</b>	Des terroristes bombardent le World Trade Center de New York, tuant 6 personnes	12.69
<b>1994</b>	« Crise Tequila » : la devise mexicaine s'effondre et doit être sauvée par un plan de renflouement de 50 Mds \$.	13.36
<b>1995</b>	Bombardement du Bâtiment Fédéral de Murrah Federal Building dans la ville d'Oklahoma. L'explosion a fait 167 victimes, hommes, femmes et enfants et 853 blessés.  Le Premier Ministre Israélien Yitzhak Rabin est assassiné par un opposant israélien au processus de paix.	14.17
<b>1996</b>		14.89
<b>1997</b>	Crise asiatique : les flux de capitaux étrangers s'inversent et les devises locales dévaluent de plus de 50 %. La plupart des économies chutent de 30 %.	15.52
<b>1998</b>	Les bombardements des ambassades américaines de Nairobi, du Kenya et de Dar el Islam, en Tanzanie font 224 morts.  La Chambre des représentants approuve deux articles destituant le Président Bill Clinton et l'accusant d'avoir menti à un grand jury fédéral, alors qu'il était sous serment, et d'avoir fait obstruction à la justice dans l'affaire Monica Lewinsky.  La Russie n'honore pas ses engagements au niveau de sa dette en dollars et en roubles.  Long Term Capital Management, un fonds alternatif dirigé par les meilleurs traders de Salomon Brothers et deux économistes ayant obtenu le prix Nobel doit être renfloué par la Banque de la Réserve Fédérale à hauteur de 3,5 Mds \$ pour éviter la contagion des ses positions en perte à toutes les banques d'investissements américaines.	16.2
<b>1999</b>	L'OTAN lance une campagne de bombardement contre la Yougoslavie.	16.71
<b>2000</b>	Un arrêt de la Court Suprême de 5 voix contre 4 met fin au recomptage de votes de l'élection présidentielle en Floride. Le candidat républicain George W. Bush devient le quarante-troisième président. Il finit par obtenir la majorité après ce vote collégial malgré la perte des suffrages exprimés.  La bulle du « Nasdaq » éclate et les marchés boursiers chutent de plus de 20 %.	16.27
<b>2001</b>	11 septembre : les attaques terroristes tuent des milliers de civils et détruisent les tours du World Trade Center de New York et une partie du Pentagone à Washington. Les États-Unis prennent des mesures de représailles en renversant le gouvernement taliban en Afghanistan  Le premier des 22 cas d'anthrax est détecté aux États-Unis. Les infections dues à l'anthrax feront cinq victimes.  Les marchés financiers poursuivent leur descente aux enfers et enregistrent une chute supplémentaire de 20 %.	15.74
<b>2002</b>	L'Argentine n'honore pas sa dette externe et enregistre le défaut de paiement le plus important de l'histoire : 93 Mds \$.  Les marchés boursiers chutent sur trois années consécutives de plus de 25 %.	16.08

<b>2003</b>	Les États-Unis envahissent l'Irak sans l'autorisation des Nations-Unies.	17.88
<b>2004</b>		19.41
<b>2005</b>		22.38
<b>2006</b>	Les prix du pétrole et des matières premières commencent à grimper.	25.05
<b>2007</b>	Two Bear, le fonds alternatif de Stearns, spécialisé dans les titres hypothécaires s'effondre.	27.73
<b>2008</b>	<p>Bear, de Stearns s'effondre et est racheté par JP Morgan, avec l'aide du gouvernement américain.</p> <p>Lehman Brothers, la cinquième banque mondiale, fait faillite.</p> <p>Merrill Lynch est absorbée par Bank of America.</p> <p>Le gouvernement américain nationalise Freddie Mac et Fannie Mae, pour un coût de plusieurs milliards de dollars.</p> <p>Le gouvernement américain intervient dans AIG, le plus grand assureur mondial, et y injecte plus de 180 Mds \$.</p> <p>Le système financier mondial stoppe ses opérations pendant une semaine. Les banques centrales de l'Europe et des États-Unis injectent des sommes d'argent « illimitées » dans l'économie.</p> <p>Le gouvernement américain injecte directement des capitaux dans Citigroup et lui accorde des garanties de prêts d'une valeur de plusieurs centaines de milliards de dollars.</p> <p>Lloyd's Bank, HBOS, et Royal Bank of Scotland sont nationalisées de fait.</p> <p>Les marchés boursiers s'effondrent encore plus rapidement qu'en 1929 et la chute est également plus forte. Le prix du pétrole passe de 148 \$ le baril à 34 \$.</p>	28.05
<b>2009</b>	La récession la plus grave que le monde ait connu depuis 1929 bloque presque tous les pays du monde. Les échanges mondiaux s'effondrent.	21.43
<b>2010</b>	La Grèce vacille et est pratiquement en faillite, ce qui menace la viabilité de l'euro comme devise monétaire commune en Europe.	24.6E

Deux points intéressants ressortent de ce tableau.

Tout d'abord la remarquable régularité des dividendes annuels. Il a fallu que tout le système financier américain soit pratiquement en déroute et entraîne dans son sillage la plus grave récession depuis deux générations pour que les dividendes baissent de manière significative (bien que les liquidités aient malgré tout continué d'affluer au cours de cette année horrible). Et la baisse des dividendes en espèces est déjà presque récupérée. Ceci ne ressemble pas vraiment à un investissement très risqué et c'est plutôt le contraire qui se passe : c'est un investissement très régulier et très résistant. En moyenne, les paiements en espèces ont augmenté chaque année à un rythme égal à deux fois le taux d'inflation sur une période de 50 ans. La figure 8 permet de constater graphiquement cet état de fait.

Figure 8 : Dividendes en espèces réglés par action, S&P 500, 1960-2010

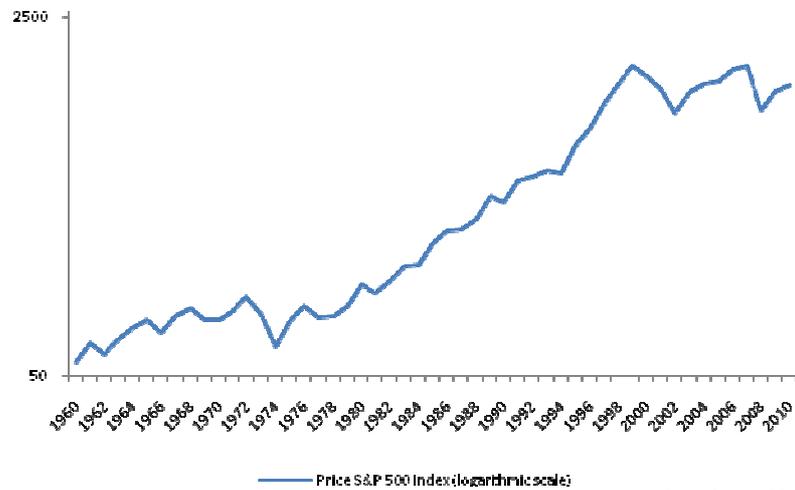


Source: Standard & Poor's

Deuxièmement, ces 50 dernières années ont été marquées par des événements vraiment douloureux. Il est vrai que la crise de 2008 a été la pire crise que le monde ait connu depuis deux générations et qu'il subsiste toujours de nombreuses incertitudes politiques et économiques. Mais les plus anciens investisseurs peuvent faire un effort de mémoire et se souvenir de l'ambiance qui régnait lorsque l'Union Soviétique a installé des missiles nucléaires à 100 kilomètres de Miami, lorsqu'un président américain a été assassiné, lorsque les chars du Pacte de Varsovie ont envahi la Tchécoslovaquie, les arabes et les israéliens se sont engagés à plusieurs reprises dans une guerre totale, les stations-services ont dû fermer par pénurie de carburant, les États-Unis n'ont pas tenu parole et n'ont pas échangé les dollars contre de l'or, le système monétaire s'est effondré à plusieurs reprises, les grèves ont immobilisé le Royaume-Uni, l'inflation a atteint un taux à deux chiffres, la France a nationalisé toutes ses banques et les grandes entreprises, etc., etc. Malgré ces épisodes vraiment effrayants, les sociétés du S&P 500 ont continué d'augmenter leurs bénéfices.

Naturellement, le prix des actions n'a pas reflété ces grands bouleversements, comme l'indique la figure 9. Il a chuté brutalement lorsque les perspectives étaient mauvaises et, au final, le prix s'est redressé lorsque l'économie mondiale a fini par se reprendre.

Figure 9 : Prix des actions de l'indice S&P 500, 1960-2009



Notre investissement (l'indice S&P 500) est donc à double-facette : s'il l'on considère les espèces versées aux détenteurs d'actions chaque année, il est très fiable. Si l'on considère le prix atteint par cet investissement dans un marché en phase de liquidation, il est très volatil. Est-ce ou pas un investissement risqué ?

En fait, si nous considérons l'investissement sous l'angle de la « liquidation » (le montant que nous percevons au moment où nous vendons notre position), c'est un investissement risqué : il varie énormément et il se peut que nous décidions de vendre (ou d'acheter) au mauvais moment. Si nous nous plaçons dans une perspective d'investissement à long terme, cela devrait nous rapporter des retours sur investissement réguliers et c'est la seule sécurité que vous pouvez avoir : toute l'économie américaine est pratiquement derrière cet indice. Et les sociétés se mondialisent progressivement et c'est, au final, toute l'économie mondiale qui permet de dégager les bénéfices qui génèrent ces dividendes. Et, comme nous l'avons répété maintes fois, l'économie mondiale est très stable. 2009 a enregistré la plus grande chute des revenus mondiaux depuis une génération ... une chute de 1,5 % !

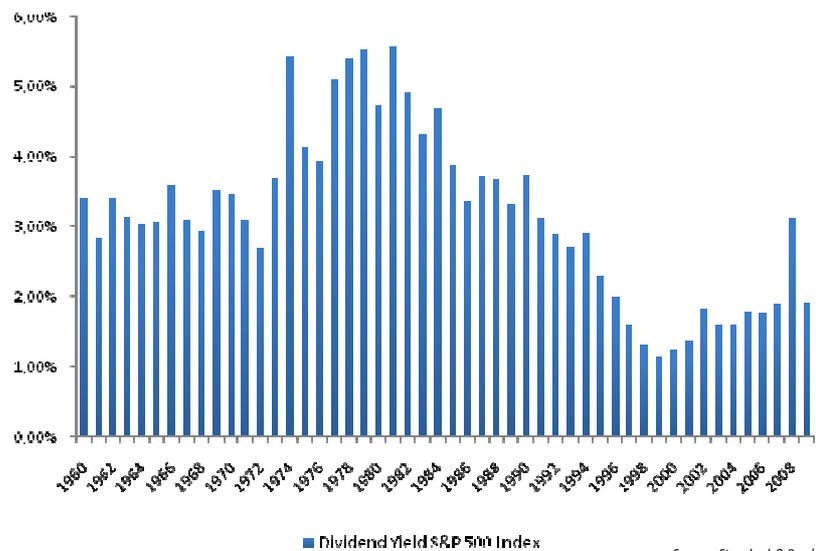
Dès lors, la volatilité apparente du prix des actions n'est pas corrélée à toute volatilité de la valeur des actions : en tant qu'investissements productifs de revenus, leur prix est remarquablement stable. Par conséquent, nous pourrions dire que la volatilité des prix ne veut rien dire pour un investisseur à long terme. Mais ce n'est pas vrai : en fait, c'est une bonne nouvelle car il permet aux investisseurs d'acheter vraiment extrêmement bon marché des « futurs flux de liquidités » (dividendes) à un prix très bas.

Un exemple chiffré : un investisseur qui aurait acheté un million de dollars de titres dans l'indice S&P Index en 1960 aurait reçu 423 333 \$ en liquidités en 2010 (et aurait, à ce jour, perçu un montant cumulé incroyable de 9 millions de dollars). Et l'investisseur détiendrait toujours les actions, naturellement, avec une valeur de « marché/liquidative » de plus de 17 M\$, au moment où nous rédi-

geons cette lettre trimestrielle. Ceci se traduit par un rendement approximatif de 8 %, en chiffres annualisés. Mais un investisseur qui placerait ce même million tout juste deux ans plus tard aurait enregistré un meilleur rendement. Pourquoi ? Parce que les actions sont moins chères en 1962 qu'en 1960 mais que les dividendes des années suivantes ont de toute évidence été identiques.

La figure 10 montre le rendement en dividendes des sociétés faisant partie de l'indice S&P à la fin de chaque année : le dividende réglé divisé par le prix de l'action. Comme nous l'avons prévu, il varie énormément parce que le dividende reste constant en plus de son taux de croissance régulier) mais le prix de l'action est volatil. L'expérience (et le bon sens) nous indiquent que les bénéfices futurs qui seront dégagés sur un investissement dans les sociétés du S&P 500 seront à peu près équivalents au rendement en dividendes que nous avons obtenu à l'époque, soit plus 5 %, qui est le taux de croissance nominal à long terme de l'économie. Toutes les autres préoccupations ne servent qu'à « brasser de l'air ».

Figure 10 : Rendement en dividendes de S&P 500 en fin d'exercice, 1960-2009



Source: Standard & Poor's

Par conséquent, le fait d'acheter lorsque le taux de rendement des actions est élevé (c'est-à-dire lorsque les actions sont bon marché) garantit des taux de rendement très intéressants à long terme. Mais bien sûr ceci ne concerne que les périodes pendant lesquelles tout paraît sombre : la presse regorge de nouvelles et de commentaires négatifs et tout le monde semble être en train de vendre ou de conseiller aux autres de le faire. Mais aussi longtemps que la terre continuera de tourner, ce sont les rendements en espèces à long terme que l'investisseur percevra : le taux de rendement des actions plus 5 %, indépendamment des mauvaises nouvelles. Au cours des 50 dernières années, ils ont varié de plus de 10 % en 1981 pour atteindre leur niveau le plus bas de 6 %, pour un investisseur qui aurait acheté à la fin de 1999. C'est une différence considérable au niveau d'un rendement à long terme qui se traduit par un impact énorme sur le patrimoine à long terme. Et comme le dit Warren Buf-

fet « *Soyez craintif quand les autres sont avides. Soyez avide quand les autres sont craintifs* ».

Ces réflexions sont applicables à l'Indice S&P 500, qui est plus ou moins équivalent à un fonds d'une grande société américaine extrêmement diversifié (sans aucun frais de gestion ni aucun coût). Elles s'appliquent également à tout autre grand indice qui reflèterait l'évolution d'une économie prospère. Les mêmes calculs s'appliqueraient aux actions européennes ou japonaises. Est-ce que les 50 prochaines années seront les mêmes que les 50 dernières ? C'est impossible à dire mais quelques raisons nous laisser penser que ce ne sera pas le cas.

Nous ne recommandons pas pour autant un investissement dans le S&P 500 Index ETF, car nous pensons que nos fonds sont à même de produire une performance bien meilleure. De même qu'il est préférable d'investir dans l'indice lorsqu'il est bon marché, il existe des actions plus intéressantes à acheter au sein de cet indice (celles qui sont meilleur marché). Une sélection de titres judicieuse peut procurer des rendements supérieurs à ceux mentionnés plus haut, même après la déduction des commissions du gestionnaire du fonds. Nos fonds, nets de tous frais, ont enregistré en moyenne une performance annuelle de 15 % supérieure aux indices depuis le lancement de nos fonds. Et nous anticipons encore de bonnes performances à l'avenir car nous investissons dans des sociétés qui ont d'excellentes perspectives et sont valorisées à des prix bas.

Au cours du dernier trimestre, nous avons ajouté quelques sociétés intéressantes à notre portefeuille :

- VST Holdings Ltd est une société chinoise cotée à Hong Kong qui distribue des produits informatiques en Chine et dans l'Asie du Sud-Est, principalement en Indonésie. Elle s'est développée très rapidement mais a malgré tout un ratio cours/bénéfice d'environ 8 fois.
- Enterprise Inns est une société britannique qui gère des pubs au Royaume-Uni. La société elle-même est très stable (l'EBITDA a chuté de 10 % pendant la crise) mais la société s'est fortement endettée dans les années d'expansion et le marché a « sanctionné » le risque induit des actions. Après une analyse détaillée, nous pensons que la société parviendra à bien se sortir de la crise et offrira de très bons rendements. Son action s'échange actuellement à un ratio cours/bénéfice de 5.
- Atlas Iron est un producteur de minerai de fer australien. Il est toujours en phase d'expansion. Nous pensons que son ratio cours/bénéfice sera en dessous de 5 l'année prochaine.
- CSL Ltd est également une société australienne, un des leaders du Tiers Monde spécialisé dans le plasma et les produits sanguins. Son cours est plus élevé que ce que nous payons habituellement (ratio cours/bénéfice autour de 15) mais enregistre une rentabilité et un taux de croissance

très élevés. Au cours des cinq dernières années, son retour sur investissement moyen a été supérieur à 25 % et son dividende a augmenté de plus de 30 %.

De plus, nous avons acheté des titres de producteurs de plus petite taille dans les secteurs du pétrole et de métaux pour nos fonds Energy et Mining car nous avons vendu les actions qui avait atteint leur potentiel d'appréciation maximum.

Notre bureau de Singapour commence à nous suggérer toute une série de très bonnes idées, notamment l'allocation actuelle de 15 % de notre portefeuille dans les fonds Classic, Alpha, et Stability. Certaines de leurs idées sont en fait tellement bonnes qu'elles ne restent pas très longtemps dans notre portefeuille car leur cours grimpe rapidement et nous les vendons aussitôt (Xingda, mentionnée ci-dessus en est un exemple). Les rendements sont excellents.

### Dernières nouvelles de SIA

Au cours des derniers mois, nous avons effectué quelques présentations « thématiques » dans plusieurs villes, en donnant notre avis de manière approfondie sur les secteurs de l'énergie et de l'assurance. Ces présentations « spécialisées » sont, selon nous, plus intéressantes pour nos investisseurs que les présentations « génériques » de nos fonds qu'ils connaissent déjà très bien. La réaction de nos investisseurs a été très positive. Cliquez ici pour télécharger la présentation sur les titres de ressources ([Energy Workshop](#)), et ici pour télécharger celle sur les assurances ([Property & Casualty Insurance](#)).

Nos prochaines présentations porteront sur l'impact du développement de l'Asie sur la stratégie d'investissement. Elles auront lieu les 2 et 3 juin à Genève et Zurich. Des invitations seront envoyées à tous nos investisseurs et la version électronique des diapositives sera disponible sur demande pour ceux qui ne seront pas en mesure d'y assister en personne.

Trois nouveaux analystes viendront renforcer notre équipe au cours de ce second trimestre, un à Singapour et deux à Genève. Nous vous communiquerons leurs détails dans notre prochaine Lettre d'information.

Enfin, nous allons regrouper les deux fonds Energy et Mining, comme nous l'avons expliqué dans la précédente lettre trimestrielle. Les investisseurs ont déjà reçu des communiqués appropriés et le regroupement effectif aura lieu le 27 avril. Le nouveau fonds, qui s'appellera Natural Ressources (Ressources Naturelles) disposera de 130 millions d'euros d'actifs, avec, comme allocation initiale, 40 % aux valeurs énergétiques et 60 % aux valeurs minières. Cette allocation pourra varier naturellement selon les fluctuations à la hausse ou à la baisse car notre objectif premier est toujours de trouver la meilleure valeur pour nos investisseurs. Bien que les deux fonds initiaux se soient très bien comportés au cours des derniers trimestres (tout particulièrement le fonds Mining, comme nous l'avons souligné ci-dessus), ces sociétés ont toujours selon nous un très fort potentiel d'appréciation et nous anticipons

12/17

de très bons rendements pour nos investisseurs même si les fonds qui sont relativement concentrés sur un secteur spécifique font l'objet d'une volatilité inévitable. Comme nous en avons discuté ci-dessus et comme il a été démontré au cours des deux dernières années, une chute de prix spectaculaire constitue une excellente opportunité d'investissement si elle n'est pas accompagnée par une baisse de la valeur intrinsèque. Certains de nos investisseurs ont renforcé leurs positions dans le fonds Mining fin 2008, par exemple, et leur capital a été multiplié par plus de quatre.

## Chiffres des catégories d'actifs en \$ US

Tableau 3 : Valeur liquidative – Actifs nets sous gestion en \$ US

Mars 2010	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	ASG (en millions)
LTIF Classic I [USD]	334,37	2,34 %	90,76 %	17,33 %	883,18 *
LTIF Classic II [USD]	177,57	1,16 %			* Classic I & II combinés
LTIF Alpha I [USD]	207,67	-0,13 %	38,94 %	9,43 %	150,80 **
LTIF Alpha II [USD]	155,73	-1,24 %			** Alpha I & II combinés
LTIF Natural Resources [USD] <i>(anciennement Global Energy Value Fund)</i>	181,28	7,55 %	124,71 %	6,32 %	79,59
Global Mining Value Fund [USD]	169,11	16,33 %	288,21 %	8,56 %	80,05
MSCI World Index TR (GDDUWI) [USD]	3 946,96	3,35 %	53,23 %	4,60 % ***	*** date de lancement du fonds LTIF Classic I

Figure 11  
LTIF – Classic I USD

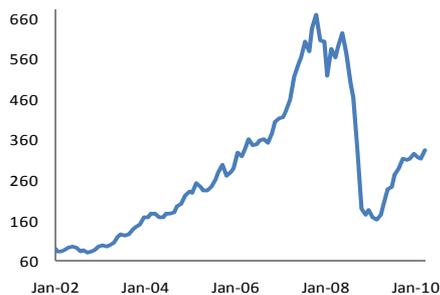


Figure 12  
LTIF – Alpha I USD

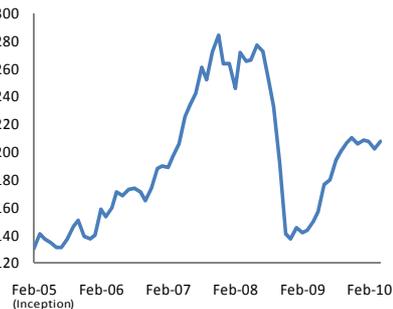


Figure 13  
LTIF – Classic II USD

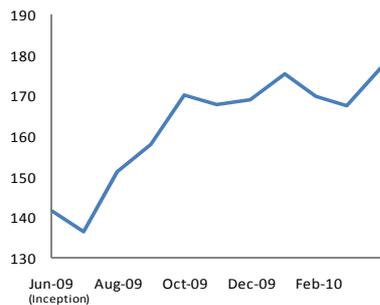


Figure 14  
LTIF – Alpha II USD

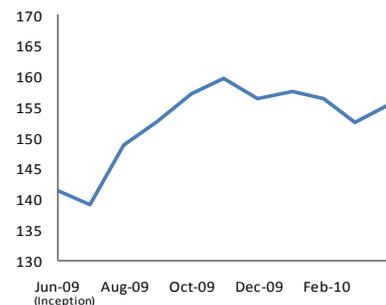


Figure 15  
LTIF – Natural Resources USD

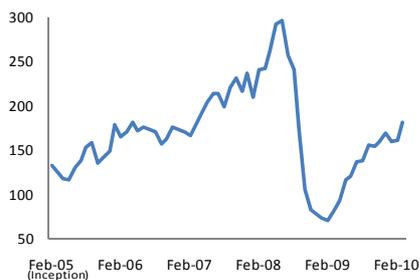
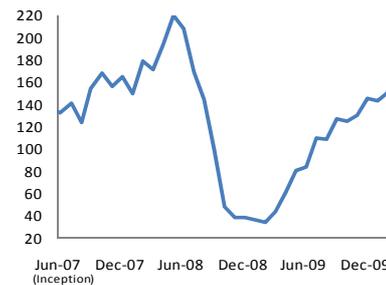


Figure 16  
Global Mining Value Fund USD



## Chiffres des catégories d'actifs en CHF

Tableau 4 : Valeur liquidative – Actifs net sous gestion en CHF

Mars 2010	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	ASG (en millions)
LTIF Classic I [CHF]	351,94	4,20 %	76,58 %	11,07 %	929,60 *
LTIF Classic II [CHF]	186,90	3 %			* Classic I & II combinés
LTIF Alpha I [CHF]	218,59	1,68 %	28,61 %	6,89 %	158,73 **
LTIF Alpha II [CHF]	163,91	0,56 %			** Alpha I & II combinés
LTIF Natural Resources [CHF] <i>(anciennement Global Energy Value Fund)</i>	190,80	9,50 %	108,01 %	4,23 %	83,77
Global Mining Value Fund [CHF]	178,00	18,45 %	259,36 %	2,44 %	84,25
MSCI World Index TR (GDDUWI) [CHF]	4 154,47	5,24 %	41,85 %	-0,96 % ***	*** date de lancement du fonds LTIF Classic I

Figure 17  
LTIF – Classic I CHF

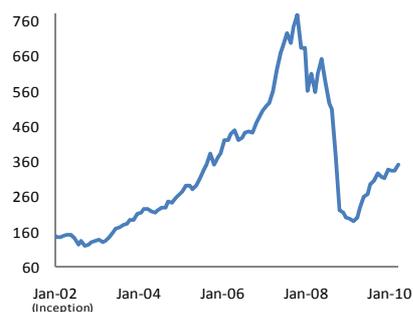


Figure 18  
LTIF – Alpha I CHF

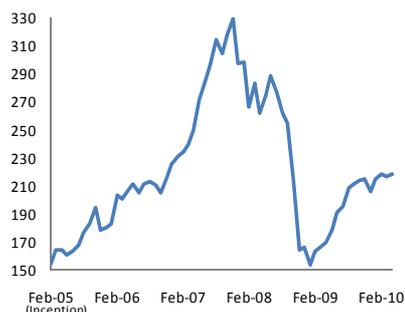


Figure 19  
LTIF – Classic II CHF

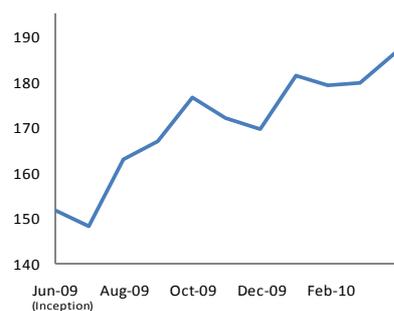


Figure 20  
LTIF – Alpha II CHF

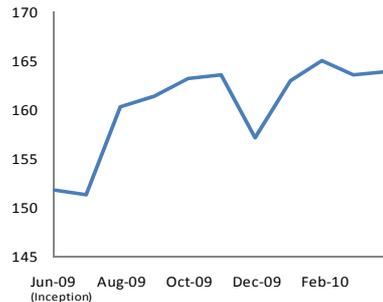


Figure 21  
LTIF – Natural Resources CHF

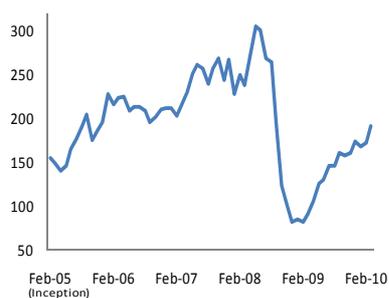
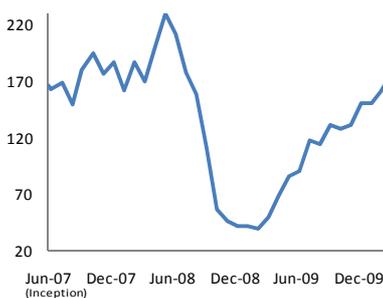


Figure 22  
Global Mining Value Fund CHF



## Chiffres des catégories d'actifs en GBP

Tableau 5 : Valeur liquidative – Actifs net sous gestion en GBP

Mars 2010	VL	Δ Année en cours	Δ 12 mois	Rendement annualisé depuis le lancement	ASG (en millions)
LTIF Classic II [GBP]	117,06	7,69 %			577 *
LTIF Alpha II [GBP]	102,66	5,14 %			98 **
LTIF Natural Resources [GBP] <i>(anciennement Global Energy Value)</i>	119,50	14,49 %			52
MSCI World Index TR (GDDUWI) [GBP]	2 598,22	9,86%	44,23 %		

\* Classic I & II combinés  
\*\* Alpha I & II combinés

Figure 23  
LTIF – Classic II GBP

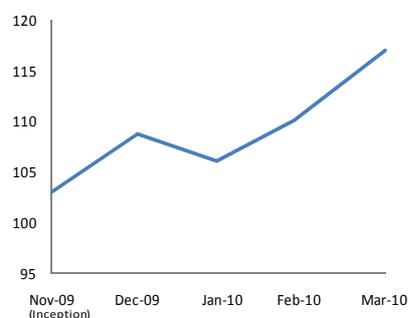


Figure 24  
LTIF – Alpha II GBP

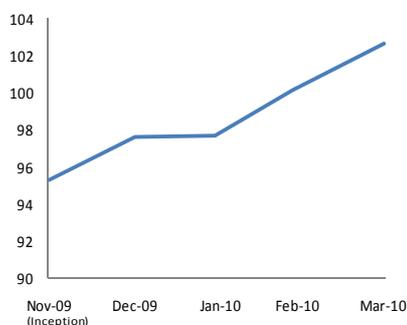
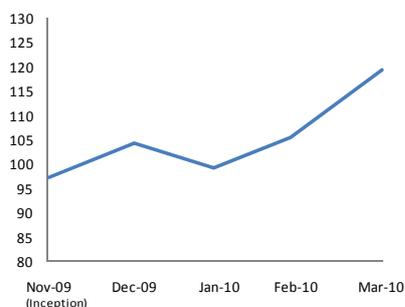


Figure 25  
LTIF – Natural Resources GBP



## 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 de 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

Le fonds Global Mining Value est un fonds d'investissement à compartiments multiples constitué sous la forme d'une "société anonyme" le 6 juin 2007 et régi par la loi luxembourgeoise du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissements spéciaux (SIF).

### **GMVF - Global Mining Value EUR**

ISIN : LU0305469388  
Telekurs : 3'183'766  
Bloomberg : GMVFEUR LX

### **GMVF - Global Mining Value USD**

ISIN : LU0305469545  
Telekurs : 3'183'768  
Bloomberg : GMVFUSD LX

### **GMVF - Global Mining Value CHF**

ISIN : LU0305470048  
Telekurs : 3'183'771  
Bloomberg : GMVFCHE 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  
Suisse

#### **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