

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information décembre 2003

Comme nous l'avons expliqué dans le manuel de l'investisseur, pour évaluer nos performances, les investisseurs du fonds LTIF devraient plutôt examiner le résultat de nos sociétés que le cours de celles-ci (et la valeur liquidative du fonds qui ne représente en fait que le total du prix des actions détenues à une date donnée). C'est la raison pour laquelle nous parlons plutôt de « performance intrinsèque » que de performance des actions.

Pour obtenir une description complète de notre politique d'investissement pour le fonds LTIF et son « manuel de l'utilisateur », qui explique de manière détaillée nos concepts de valorisation, comme la « valeur intrinsèque » et le « bénéfice par action du fonds », veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.ltif.com

Vous trouverez également sur ce site les lettres d'information précédentes ainsi que les résultats détaillés du fonds depuis son lancement.

Pour de plus amples informations, veuillez adresser votre demande par écrit à info@ltif.com.

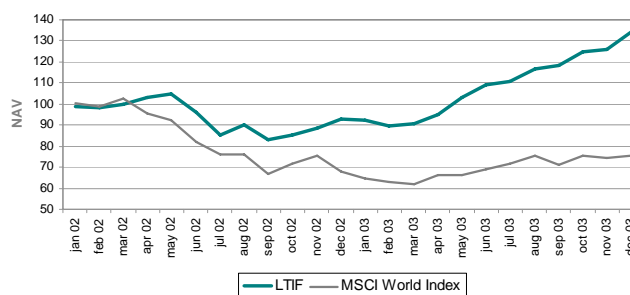
Performances de notre portefeuille

Bénéfices excellents dans pratiquement toutes les sociétés

À nouveau, la plupart de nos sociétés ont enregistré de très bons résultats pendant le dernier trimestre. Nous ne disposons pas encore de toutes les informations pour l'ensemble de l'exercice 2003 mais plus de la moitié de nos sociétés vont enregistrer des bénéfices records pour cette année. Dans la lettre d'information du mois de mars, nous communiquerons la valeur intrinsèque du fonds, dès que tous les résultats annuels seront sortis. Mais nous pouvons d'ores et déjà nous attendre à une augmentation substantielle. Il est intéressant de noter qu'aucune des sociétés que nous avons achetées en 2003 n'a enregistré de mauvais résultats.

Le graphique suivant illustre l'évolution de la valeur liquidative du fonds par action par rapport à l'indice MSCI World Shares Index, avec les dividendes (nets), en euros, sur les deux dernières années :

La valeur liquidative du fonds a augmenté de 44,25 %, en montant net de tous frais



Répertoire LTIF

Agent administratif :

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O. Box 25121
3001 HC Rotterdam
Pays-Bas
Telekurs : 1341036
Bloomberg : LONGTRM VI

Gestionnaire du fonds :

J3 Associates Ltd.
Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Iles Vierges Britanniques

Siège social :

Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Iles Vierges Britanniques

Dépositaire :

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Genève
Suisse

La valeur liquidative totale est passée de 4 818 440 € à 12 497 584 € en 2003

Pour notre second exercice, le marché a apprécié notre politique d'investissement. La « valeur liquidative » du fonds a donc augmenté fortement et dépasse les plus-values globales qui ont été réalisées par la plupart des marchés. Les investisseurs du fonds verront leur investissement s'apprécier de 44,25 % pour l'année, net de tous frais.

Cette appréciation s'inscrit dans un contexte d'entrées constantes de capitaux dans le fonds. La Valeur liquidative du fonds est passée de 4 818 440 € à la fin de 2002 à 12 497 584 € au 31 décembre 2003. Cette augmentation est due à des entrées (4 540 111 €) et à des plus-values en capital, plus les dividendes. Les chiffres sur la performance du fonds sont les suivants :

Performance au 31 décembre 2003, nette de tous frais

· Sur un mois	6,69 %
· Sur un an	44,25 %
· Depuis le lancement	34,30 %
· 3 mois glissants	13,63 %
· 6 mois glissants	23,00 %
· 12 mois glissants	44,25 %

Analyse statistique (12 mois glissants)

· Écart-type	3,42 %
· Écart-type (annualisé)	11,85 %

Comparaison avec l'indice de base (MSCI World share index avec des dividendes nets, en euros)

· Alpha	26 %
· Bêta	0,54

Mouvements du portefeuille

Le titre Petroleum Development Corporation a été vendu avec une plus-value importante (plus-value en capital de plus de 250 %)

Nous avons vendu deux sociétés depuis la dernière lettre d'information, à nouveau pour des raisons opposées. Nous avons également ajouté deux nouvelles sociétés à notre portefeuille.

Nous avons vendu Petroleum Development parce que, même si cette société représente toujours à nos yeux un excellent investissement, sa valorisation a atteint des sommets qui ne sont nullement justifiés par ses fondamentaux. Nous avons acheté cette action autour de 6 \$ (en renforçant notre position par d'autres achats à 9 \$) et l'avons vendue au-dessus de 22 \$. Il s'agissait d'une position importante qui a permis au fonds de profiter d'un rendement exceptionnel. Nous pensons toujours que le gaz naturel américain est un excellent investissement et avons réinvesti une partie des produits de la cession pour acquérir des actions supplémentaires dans Canadian Natural Resources. Si l'action de PET chute et atteint un niveau raisonnable, il se peut que nous achetions à nouveau des actions de cette société.

L'action Teleplan NV a été vendue avec une perte importante (45 %)

Teleplan NV a été une déception constante. Tout d'abord, nous avons commis une erreur en l'achetant trop cher, comme nous l'avons indiqué dans une lettre d'information l'année dernière. Nous en avons tiré des leçons et savons désormais que, lorsque la croissance des bénéfices est imputable à des acquisitions, il est difficile d'évaluer les perspectives réelles d'une société. C'est peut-être la seule société que nous ayons achetée à un prix supérieur à nos critères habituels, mais nous pensions que ses excellentes perspectives de croissance pouvaient nous garantir des multiples plus élevés.

Eh bien, il faut dire que nous avons tort. Tout d'abord, la société a surpris les investisseurs avec des résultats bien en deçà de ce que nous avions prévu. Puis, il s'est avéré qu'elle avait conclu des contrats à long terme en dollars alors que ses coûts sont en euros. La chute (relativement facile à prévoir) du dollar a fait le reste et la société a basculé dans le rouge.

Le problème, c'est que la société n'a pas dévoilé ce risque de devise majeur (non couvert) avant qu'il ne soit trop tard. Sinon, nous aurions pu vendre plus tôt et à un meilleur prix. Mais, honnêtement, nous pensons que, par rapport aux prévisions de bénéfices de la société, nous avons vendu à un très bon prix. Malheureusement, ce prix représentait environ la moitié du prix d'achat initial.

Nous avons dû trouver de nouveaux investissements pendant l'exercice car, comme nous l'avons mentionné, les entrées ont été aussi importantes que le montant du début d'année et nous avons dû, en plus, réinvestir les produits provenant de la cession de sociétés.

Dans la lettre d'information précédente, nous avons dit que les titres de matières premières pourraient représenter un excellent investissement pour le long terme si elles étaient bien gérées et à condition de pouvoir les acheter à un prix bas. Nous sommes toujours des adeptes de cette méthode mais le problème c'est que les matières premières, pour la plus majorité d'entre elles, sont devenues très chères. En effet, le marché a réalisé la rareté de certains éléments de base nécessaires à la croissance économique.

Nous avons ajouté deux sociétés brésiliennes au fonds et continuons de renforcer nos pondérations dans les matières premières

En suivant notre méthode axée essentiellement sur une recherche de valeur, nous avons décidé d'acheter deux sociétés brésiliennes de matières premières très intéressantes.. Bien que le fonds essaie de se concentrer sur les pays développés, nous pensons que le Brésil offre un environnement relativement sûr, en termes d'investissement, tout particulièrement lorsque les sociétés que nous achetons sont surtout tournées vers l'export et vendent donc en dollars.

- Caemi est une société dont le chiffre d'affaires provient essentiellement du minerai de fer. Elle est un des plus grands producteurs mondiaux. Elle vend en Europe et en Chine. Nous l'avons découverte lorsque son prix était très bas et elle s'est déjà appréciée substantiellement (35 % en quelques mois). Nous pensons que ses perspectives sont excellentes car ses coûts sont très faibles et ses stocks énormes. Même si la demande en minerai de fer diminue (ce qui fera donc chuter les bénéfices de la société), nous pensons que nous serons en mesure de multiplier notre investissement par plus de deux en très peu d'années.
- Klabin, qui est également basée au Brésil, est une société de pâte à papier et de papier spécialisée dans les boîtes en carton. Ses coûts sont environ un tiers des coûts des Etats-Unis. Elle possède de grandes plantations d'eucalyptus et ses plans de croissance sont solides. La société a traversé une phase minée par une mauvaise stratégie mais vient de terminer un processus de restructuration qui a donné naissance à une société centrée sur son activité de base et bien gérée.

Perspectives pour 2004

Un élément essentiel de la politique du fonds est de ne pas tenter de deviner l'orientation que va prendre le marché. Nous ne prétendons pas connaître ce que les prix des actions vont faire en 2004.

Mais nous sommes relativement confiants et pensons que nos sociétés vont enregistrer de bons résultats. Et, même si le prix des actions chute en 2004, nous continuerons de créer de la valeur intrinsèque et dégagerons des plus-values intéressantes lorsque le marché se retournera. Si, à l'inverse, les marchés continuent de monter, nos actions devraient suivre la même tendance.

En tout cas, trois paramètres sont à notre avis à prendre en considération pour 2004 :

- La faiblesse continue du dollar.

À nouveau, nous ne savons pas comment le dollar va se comporter mais nous pensons qu'il est extrêmement probable qu'il continuera à baisser et restera bas pour une période de temps relativement longue. Ce constat a deux implications pour nous. Tout d'abord, nous devons continuer de couvrir toutes nos positions en dollars. Deuxièmement, nous devons faire attention lorsque nous achetons des sociétés qui vendent beaucoup aux États-Unis. C'est la raison pour laquelle nous n'avons pas augmenté nos positions dans Natuzzi et Hunter Douglas. Ces deux sociétés sont basées en Europe mais 50 % de leur chiffre d'affaires est réalisé aux États-Unis. Dans les deux cas, les ventes augmentent en volume mais sont en baisse une fois converties en euros. Heureusement, une grande partie des coûts de ces deux sociétés est en dollars mais les bénéfices sont inévitablement plus bas que ce qu'ils auraient été si le dollar était resté à un niveau élevé. Nous pensons que ce phénomène affectera, à long terme, les schémas de consommation : les européens consommeront plus et les américains moins. Cela n'est pas un problème en soi mais il faudra du temps aux sociétés pour réorienter leurs actions marketing et il convient de garder à l'esprit cette évolution.

- La croissance de la Chine et, élément étroitement lié à cette croissance, la pression sur les prix des matières premières.

À la fin de l'année 2002, la plupart des matières premières étaient bien moins chères, en dollars constants, par rapport à vingt ans plus tôt. Ceci est dû à un certain nombre de raisons mais le résultat est évident : les investisseurs n'ont pas investi beaucoup d'argent dans la production de matières premières au cours des dix dernières années. Ce qui explique donc que la capacité ait en fait diminué au cours des dernières années et que les mines, les forêts et les puits de gaz naturel aient diminué et n'aient pas fait l'objet de rénovations ni de remplacements.

Cette situation n'est évidemment pas tenable mais le déséquilibre entre l'offre et la demande a été terriblement aggravé par la forte croissance de la Chine. Cette croissance va avoir un impact énorme à court terme et représente probablement l'évolution la plus importante pour un investisseur en ce début de 21^{ème} siècle.

D'autres pays se sont développés rapidement par le passé, les États-Unis au 19^{ème} siècle, le Japon ou les « Tigres asiatiques » que sont la Corée, Singapour et Taiwan, au 20^{ème} siècle. Mais, cette fois-ci, ce qui est différent c'est la taille de la Chine naturellement. L'impact sur le reste du monde n'est donc pas le même si c'est la Chine qui enregistre un taux de croissance de 8 % ou si c'est Singapour. Soit, seule une partie de la Chine « avance », mais cette partie est plus importante que ce que pensent la plupart des gens. Voici deux exemples : l'industrie sidérurgique chinoise dépasse déjà celle des États-Unis et du Japon réunis ; l'arrivée sur le marché des téléphones mobiles touche déjà 18 % de la population totale (ceci signifie d'ailleurs que presque *toute* la croissance de ce secteur est concentrée désormais en Chine).

La croissance de la Chine ne va pas être régulière. Elle connaîtra des crises comme dans tous les pays en cours de développement (son secteur bancaire par exemple est mauvais). Mais la tendance générale est évidente. À cet égard, il est intéressant de faire une comparaison avec les États-Unis au 19^{ème} siècle. En l'espace d'une centaine d'années, les États-Unis sont passés d'une économie rurale, non développée, à la première puissance économique mondiale. Mais les investisseurs étrangers ont tout perdu six fois lors des différentes crises qui ont frappé les marchés. Les perspectives à long terme sont donc bonnes mais un investissement aveugle dans ce « nouveau marché » est un bon moyen de perdre de l'argent.

Il existe une grande différence entre la Chine et les États-Unis : les ressources naturelles de la Chine sont pauvres. Le développement de la Chine va donc mettre inévitablement une certaine pression sur le marché des matières premières. Ces matières premières sont vitales pour la Chine mais elles sont situées hors de Chine. Un investissement judicieux dans ces matières premières est, à notre avis, le meilleur moyen de tirer parti de la croissance à long terme de la Chine.

- Le cours élevé des actions en général

Le troisième paramètre est en quelque sorte lié aux deux précédents. Les actions sont, par rapport à leurs fondamentaux, très chères aux États-Unis, relativement chères en Europe et à leur juste valeur seulement sur d'autres marchés si l'on ne tient pas compte de leurs risques intrinsèques.

Après pratiquement vingt ans de marchés haussiers, les investisseurs sont toujours obsédés par les actions. Mais celles-ci ne sont pas un bon investissement dans l'ensemble et ne le seront probablement pas pendant les prochaines années car elles sont surévaluées.

Nous devons donc être très vigilants au moment d'investir. Il est difficile de trouver le type de sociétés que nous voulons car les prix sont de manière générale très élevés. Mais cette méthode nous permettra de récolter les fruits de nos placements et, si ce n'est pas forcément à court terme, ce sera sans nul doute à une échéance de trois à cinq ans.