

Long Term Investment Fund

QUELQUES COMMENTAIRES SUR L'ÉVOLUTION DE NOS FONDS AU MOIS D'AOÛT

Nous savons que certains de nos clients ont été un peu surpris par la chute brutale de la valeur liquidative (VL) de nos fonds au cours du mois d'août. Bien que nous ayons la chance d'avoir des investisseurs qui comprennent très bien notre philosophie (les entrées nettes au mois d'août dépassent les 50 millions €), nous pensons qu'il est opportun d'effectuer quelques commentaires sur la performance inhabituelle de nos fonds au cours des dernières semaines.

Voici tout d'abord les données : le Tableau 1 indique la performance des fonds sur le mois d'août, depuis début juillet et depuis le mois de janvier par rapport à l'indice MSCI World.

Tableau 1

Évolution de la performance du fonds LTIF

23 août 2007	VL	Δ mois	Δ juillet	Δ lancement
LTIF Classic (EUR)	406,77	-7,38 %	-2,39 %	29,87 %
LTIF Alpha (EUR)	179,78	-5,72 %	0,50 %	25,02 %
LTIF Global Energy Value (EUR)	143,57	-7,92 %	-8,96 %	9,15 %
LTIF Stability (CHF)	219,30	-8,20 %	-4,40 %	20,89 %
MSCI Word Index (GDDLWI)	3.472,38	-0,61 %	-4,09 %	2,52 %

Commentaires :

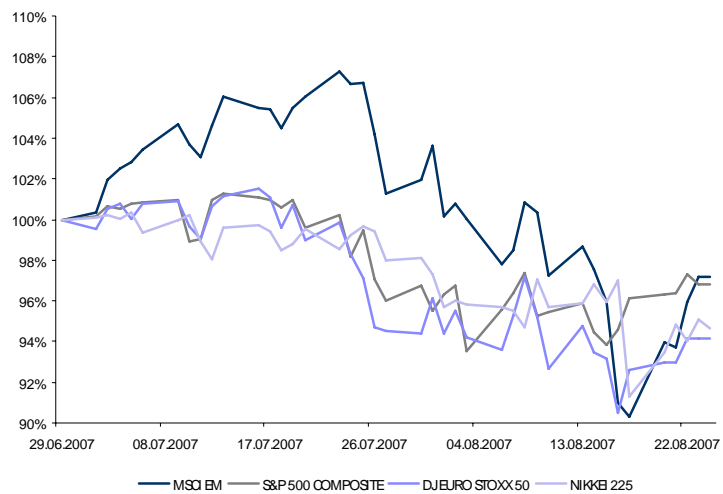
À chaque fois que nous sommes en contact avec les investisseurs (par le biais de nos lettres d'information trimestrielles, présentations publiques, réunions privées), nous insistons sur le fait que ce que nous achetons, ce ne sont pas purement des actions, mais en fait des sociétés. Notre objectif n'est pas « d'acheter des actions qui vont monter » mais des participations dans des sociétés dont les bénéfices, compte tenu du prix auquel nous les achetons, nous rapporteront un rendement à long terme supérieur à 15 %. Le fait que le cours des actions que nous achetons monte ou descende à court terme est quelque chose qui échappe totalement à notre contrôle. À vrai dire cela ne nous intéresse même pas, sauf pour profiter d'une opportunité et en acheter encore plus lorsque leur cours baissera et les vendre lorsqu'il montera trop. Naturellement, sur le long terme, le cours des actions suit les bénéfices et, si nos sociétés dégagent les bénéfices que nous avons prévus, leurs cours s'apprécieront de manière significative.

Le prix de nos actions s'est apprécié fortement au cours du premier semestre 2007. Comme nous l'avons expliqué dans nos lettres d'information des mois de mars et de juin (que nous vous recommandons fortement de relire – elles sont jointes à la fin de ce document), nous ne pensons pas que cette augmentation soit excessive et que nos fonds en résultent surévalués. Cette hausse reflète la forte augmentation des bénéfices sous-jacents de nos positions, qui avaient commencé l'année à des valorisations très basses. À son niveau le plus haut, le fonds Classic avait un ratio cours/bénéfice estimé pour 2008 de 7,8, soit moins de la moitié de celui du marché, et indicateur d'un rendement de 13 % à long

terme. En fait, nous avons réinvesti nos commissions de gestion du second trimestre à la mi-juillet, ce qui correspondait au cours le plus haut (le groupe SIA et ses employés sont probablement le plus grand investisseur « individuel » dans les fonds). Nous pensions faire un bon investissement. Comme tout investisseur à long terme, nous le pensons toujours.

Pendant le mois d'août, les marchés ont été pris dans la tourmente de ce qui a été appelé par la suite la « crise des crédits hypothécaires à risques ». Nous n'allons pas ennuyer nos lecteurs en leur rappelant encore une fois les faits. Il est évident que de nombreuses personnes ont prêté de l'argent à de nombreuses autres personnes, lesquelles se trouvent maintenant dans l'incapacité de les rembourser. La titrisation, et la difficulté qui en découle de savoir où sont cachées les pertes réelles, rendent évidemment les investisseurs très nerveux. En attendant que la situation se clarifie, de nombreux investisseurs préfèrent tout vendre, juste au cas où... Ces ventes ont généré une chute importante des indices des marchés, comme l'indique la Figure 1.

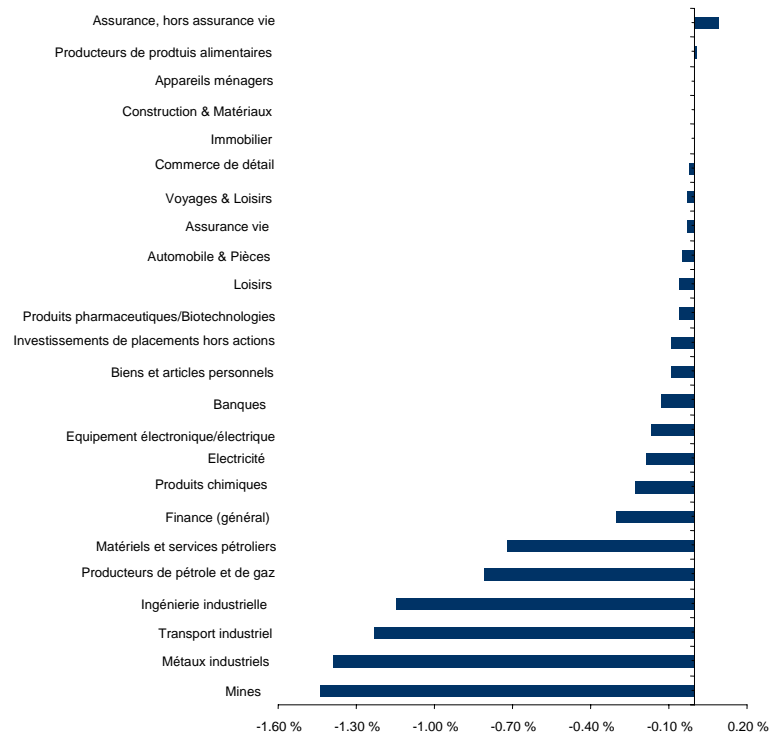
Figure 1
Performance des indices des marchés en euros



Source: Datastream

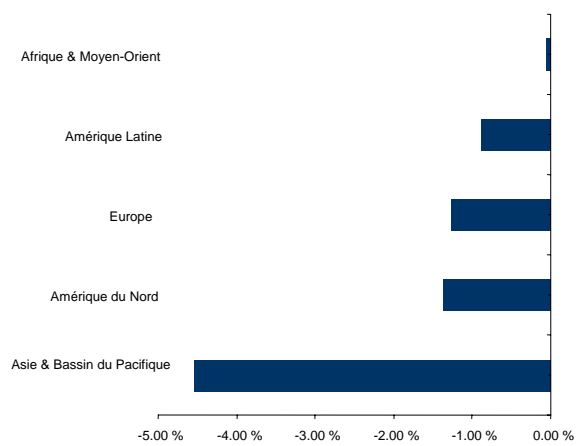
Comme indiqué ci-dessus, nos fonds ont chuté beaucoup plus que cela. Les baisses sont détaillées dans les Figures 2 & 3.

Figure 2
Répartition par secteur



Source: Thomson Portfolio Analytics

Figure 3
Répartition par zone géographique



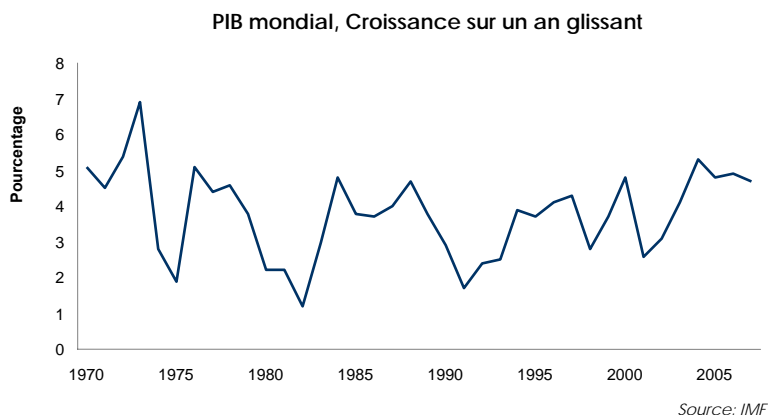
Source: Thomson Portfolio Analytics

Pour quelle raison nos actions ont-elles baissé plus que les indices ? Honnêtement, nous ne le savons pas vraiment. Nous pouvons néanmoins tenter de trouver deux explications :

Tout d'abord, de nombreux fonds alternatifs (« *hedge funds* ») ont été touchés par des rachats et par le souhait des investisseurs de se désengager de leurs positions. Ceci signifie la vente d'une partie importante de leurs actifs. Apparemment, de nombreux investisseurs ont préféré vendre les actions qui étaient liquides et pouvaient afficher des plus-values. La plupart de nos actions possèdent ces caractéristiques : le cours de certaines de nos actions de compagnies de navigation a été multiplié par plus de cinq en douze mois. Pour un vendeur forcé de vendre (« *forced seller* »), il était logique de les vendre quelle que soit leur valeur intrinsèque. Il est intéressant de constater que, pendant la deuxième et la troisième semaine du mois d'août, les actions de nos sociétés de navigation ont baissé de plus de 20 % alors que l'indice Baltic Dry, qui mesure le prix de l'affrètement de leurs services, a en fait augmenté. Leurs bénéfices sont tout simplement en train d'exploser.

La seconde raison pour laquelle nos actions ont davantage chuté que la moyenne peut résider dans le fait qu'un bon nombre de nos positions sont considérées comme « cycliques » : sidérurgie, mines, sociétés de navigation... Il se peut que certains investisseurs aient estimé que la tourmente qui frappait les marchés puisse à terme affecter toute l'économie, ce qui a donc eu pour conséquence de rendre ces sociétés dites « cycliques » moins rentables que ce qui avait été prévu. Nous pensons que cette façon de penser est complètement exagérée. C'est le Professeur Paul Samuelson qui a fait un jour cette déclaration célèbre : « Les marchés financiers ont prévu correctement neuf des quatre dernières récessions ». La Figure 4 illustre l'évolution du PIB mondial depuis 1970 :

Figure 4
Evolution du PIB mondial



Comme on peut le constater sur la figure ci-dessus, le cycle économique même n'est pas aussi cyclique que cela : sur les 36 dernières années, la croissance du PIB a oscillé entre 2 % et

5 %, à de rares exceptions près, et aucune croissance négative n'a été enregistrée.

Mais ces écarts ne sont pas vraiment liés à l'agitation des places boursières : après le krach de 1987, l'économie mondiale a enregistré une croissance de 4,7 %, et 1,7 % après 1990, 2,8 % après 1997, 3,7 % après 1998 et pendant toute la période baissière « post-bulle » la croissance de l'économie mondiale a été de 4,8 %, 2,6 %, 3,1 % et de 4,1 % dans la période 2000-2003. Tout statisticien honnête en conclurait qu'il n'existe aucun rapport perceptible entre le taux de croissance des marchés financiers et celui de l'économie mondiale.

A cet égard, il est important de comprendre que nous n'avons pas perdu d'argent au mois d'août : en tant que détenteurs de titres de toute une série de sociétés nous possédons plus d'actifs (usines, stocks, fonds en banque) par unité du fonds à la fin août qu'au début.

Bombardés par la cacophonie ambiante de soi-disant experts qui prétendent que la crise pourrait détruire l'économie mondiale, il se peut que certains investisseurs prennent peur. Pour autant, ils doivent être conscients du fait que ces « experts » ne comprennent pas ce qu'ils disent (la plupart d'entre eux sont des journalistes mal payés et, qui plus est, des économistes mal payés). Est-ce que l'économie mondiale peut être anéantie par un krach ? Oui, elle le peut. Est-ce qu'elle l'a déjà été à cause d'agitations en Bourse ? Non, pas au cours des cinquante dernières années. Ce n'est pas surprenant. Franchement, nous ne pensons pas que les chinois mangeront moins de brocolis l'année prochaine (nous possédons Chaoda Modern Agriculture, le plus grand producteur de légumes de ce pays), ou que les gens, dans le monde entier, utiliseront moins de cuivre : la consommation de cuivre augmente régulièrement tous les ans car le cuivre est utilisé dans des centaines d'applications différentes dans tous les pays, la plupart d'entre elles n'ayant aucun rapport avec le cycle économique. C'est pour toutes ces raisons que nous pensons que nos prévisions de bénéfices sont extrêmement raisonnables pour l'année prochaine.

Si l'on demande au propriétaire d'une société de décrire son activité au mois d'août, la réponse sera probablement liée au chiffre d'affaires et aux bénéfices de la société et non au comportement du cours de l'action pendant le mois.

Ceci nous amène à notre point principal : comment définit-on la performance d'un fonds ? La réponse est généralement simple : par l'évolution de sa VL, c'est-à-dire la variation (hausse ou baisse) de la valeur de ses actions sur une période donnée. Et bien, nous pensons que ce n'est pas une bonne méthode d'évaluation. Pour tout investisseur à long terme, la performance d'un fonds est reflétée par le bénéfice par action qui est généré. Nous ne considérons pas nos fonds comme une collection d'actions mais comme des participations dans des sociétés qui dégagent des bénéfices. À ce titre, notre performance n'est pas très volatile : notre portefeuille diversifié de sociétés génère plus ou moins le même niveau de bénéfices tous les mois : un peu plus de 1 % de la valeur du fonds. À cet égard, il est important de comprendre que nous n'avons pas perdu d'argent au mois d'août : puisque nous détenons des titres de toute une série de sociétés nous possédons plus d'actifs (usines, stocks, fonds en banque) par unité du fonds à la fin août qu'au début. Les investisseurs qui ne tiennent pas compte de ce point devraient très sérieusement se poser la question de savoir si LTIF est le bon placement pour eux. Si l'on demande au propriétaire d'une société de décrire son activité au mois d'août, la réponse sera probablement liée au chiffre d'affaires et aux bénéfices de la société et non au comportement du cours de l'action pendant le mois.

Comment voyons-nous l'avenir ? Et bien, notre portefeuille est très diversifié et contient des entreprises très rentables dont le rendement intrinsèque prévu pour l'année prochaine tourne autour de 15 % (ratio cours/bénéfice 6,5). Tout le monde s'accorde à dire que ce placement est excellent. En fait, quelques clients nous ont appelé et demandé si c'était le bon moment pour augmenter leur position dans les fonds (d'autres ont simplement investi davantage). Comme nous l'avons expliqué dans nos précédentes lettres d'information, la réponse est bien évidemment « oui », dans la mesure où nos clients pensent que notre analyse des positions que nous détenons est correcte. Sur le long terme, tout portefeuille diversifié acheté à ces prix devrait être un excellent placement.

Il ne fait néanmoins aucun doute que les marchés sont nerveux et que cela prend du temps de digérer un krach comme celui que nous avons connu au mois d'août. Il est certainement possible que les marchés, et nos fonds, connaissent des semaines très négatives dans un proche avenir. Mais, à nouveau, c'est peut-être le contraire qui va se passer. Dans ce cas, une approche raisonnable consisterait à diviser le placement prévu en quatre ou cinq parties et à investir progressivement sur plusieurs semaines ou toutes les deux semaines. Ceci permettrait donc de profiter des prix bas actuels, en cas de reprise, mais de protéger un peu le « point d'entrée » au cas où les cours continueraient de chuter. Franchement, nous ne pensons pas que ceci ait beaucoup d'importance dans cinq ans mais aucun investisseur n'aime voir chuter, quelques jours plus tard, la valeur d'un titre qu'il vient d'acheter.

Commentaires spécifiques sur le fonds Alpha

Notre fonds Alpha est en baisse de 5,72 % au mois d'août, en hausse de 0,50 % pour juillet-août et en hausse de 25,02 % depuis janvier. Ces chiffres sont à comparer à ceux du fonds Classic (-7,38 %, -2,39 % et 29,87 %) et à ceux de l'indice MSCI World Index (-0,61 %, -4,09 % et 2,52 %). De nombreux investisseurs du fonds se demandent pourquoi un fonds qui est « protégé » contre des baisses du marché a enregistré une si mauvaise performance pendant les dernières semaines. C'est une question légitime qui requiert malheureusement une réponse quelque peu technique.

Comme le savent nos investisseurs, le fonds Alpha est essentiellement composé des mêmes actions que le fonds Classic et qu'il est assorti, en plus, d'un degré de « couverture » par rapport au marché. Ceci signifie que, si le marché est haussier, le fonds perd de l'argent (il s'agit d'une perte réelle dans la mesure où nous devons payer des primes pour cette couverture) et que, si le marché est baissier, alors nous recevons de l'argent (réellement). Le montant de cette assurance est systématiquement 80 % à 90 % de la valeur du fonds, ce qui signifie que si le marché baisse de 1 %, le fonds gagne l'équivalent de 0,80 à 0,90 % de ses actifs. Ce chiffre n'est pas capricieux : c'est le coefficient « bêta » du fonds qui représente, selon des techniques statistiques standard, la relation entre les fluctuations de la valeur du fonds et les fluctuations du marché. Ceci signifie que si le marché augmente de 1 %, le fonds augmente de 0,8 % plus un pourcentage représentant son propre excédent de rentabilité (l'alpha). Par conséquent, la couverture rend ces fluctuations de

marché sans importance et le fonds ne monte ou ne descend que selon son coefficient alpha (d'où son nom, naturellement).

L'inconvénient cependant, c'est que tout ceci n'est qu'une « moyenne ». D'après notre expérience, nos positions sont affectées bien plus qu'elles ne le devraient lorsque les marchés s'effondrent (comme en mai 2006 ou en octobre 2005). Il n'est pas nécessaire de donner des explications plus techniques mais cet effet se résume à ceci : le fonds Alpha est protégé contre une tendance baissière prolongée des marchés mais pas contre des chutes soudaines. En d'autres termes, les investisseurs du fonds Alpha devraient dégager 15 % de rendement annuel à condition que notre sélection d'actions (*stock picking*) soit bonne, quelles que soient les fluctuations du marché. Mais ceci ne signifie pas qu'ils vont dégager 1 % de rendement tous les mois. En fait, la performance du fonds après les précédents krachs suivait cette règle bien que le fonds ait plutôt enregistré un rendement supérieur à 15 % sur les 12 mois suivants.

Commentaires sur le fonds Stability

Le fonds Stability a connu un mois similaire à celui du fonds Alpha. Son portefeuille est composé de manière à minimiser la volatilité et ceci a été le cas : sur l'année dernière, sa volatilité annualisée a été de 7,83 % comparée à 12,40 % pour le fonds Alpha et 14,76 % pour le fonds Classic. Bien qu'une chute comme celle que nous avons connue au mois d'août ne reflète certainement pas ce que le Fonds avait prévu, nous pensons néanmoins qu'il pourrait terminer le trimestre par une performance positive, ce qui est son objectif, tout en affichant une appréciation annuelle qui est nettement plus élevée que ce que nous avons prévu.

Commentaires sur le fonds Energy et Mining

Les valeurs du fonds Energy et, tout particulièrement, les sociétés minières sont parmi celles qui sont clairement dans une situation de survente (« oversold »). Les prix du pétrole sont toujours autour de 70 \$ et le cours des métaux n'ont pas baissé énormément. Ceci indique clairement que la chute des actions reflète davantage des besoins en liquidités que des considérations portant sur les fondamentaux. En toute honnêteté, nous pensons qu'elles sont toujours très intéressantes et nous tirons parti de la chute des actions pour acheter les meilleures positions, en termes de qualité, que nous pouvons trouver à des prix très bas. Les investisseurs qui souhaitent tirer profit de la chute des sociétés minières devraient penser à investir dans le fonds Mining dans les prochains jours, car le fonds n'a qu'une liquidité mensuelle.

Globalement, il n'y a pas grand-chose que nous puissions dire à nos investisseurs qu'ils ne sachent pas déjà. La volatilité est l'ami d'un investisseur à long terme car elle offre de nombreuses opportunités de points d'entrée. Pour les investisseurs qui se considèrent comme des propriétaires de sociétés plutôt que des détenteurs d'actions, ces turbulences des marchés n'ont en fait pas beaucoup d'importance : nous ne connaissons aucun propriétaire d'entreprise ayant décidé de vendre sa société (rentable) à n'importe quel prix juste à cause d'une « crise » ponctuelle, à un moment donné. C'est de cette manière que les investisseurs devraient se comporter.

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 EUR

ISIN : LU0244071956
Telekurs : CH2432569
Bloomberg : LTIFCLA LX

LTIF – Classic USD

ISIN : LU0301247077
Telekurs : CH3101820
Bloomberg : LTIFCLU LX

LTIF – Classic CHF

ISIN : LU0301246772
Telekurs : CH3101817
Bloomberg : LTIFCLC LX

LTIF – Alpha EUR

ISIN : LU0244072178
Telekurs : CH2432573
Bloomberg : LTIFALP LX

LTIF – Alpha USD

ISIN : LU0301247150
Telekurs : CH3101828
Bloomberg : LTIFALU LX

LTIF – Alpha CHF

ISIN : LU0301246855
Telekurs : CH3101824
Bloomberg : LTIFALC LX

LTIF – Global Energy Value EUR

ISIN : LU0244072335
Telekurs : CH2432575
Bloomberg : LTIFGEV LX

LTIF – Global Energy Value USD

ISIN : LU0301247234
Telekurs : CH3101839
Bloomberg : LTIFGEU LX

LTIF – Global Energy Value CHF

ISIN : LU0301246939
Telekurs : CH3101836
Bloomberg : LTIFGEC LX

Le fonds Global Mining Value est un fonds d'investissement luxembourgeois 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 : CH3183766
Bloomberg : GMVFEUR LX

GMVF-Global Mining Value USD

ISIN : LU0305469545
Telekurs : CH3183768
Bloomberg : GMVFUSD LX

GMVF-Global Mining Value CHF

ISIN : LU0305470048
Telekurs : CH3183771
Bloomberg : GMVFUSD LX

Agent administratif :

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

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
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

Les résultats au 30.09.06 correspondent à ceux 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 1^{er} 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 : CH2638920
Bloomberg : LTIFSTA SW

Agent administratif :

Pictet Funds SA
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Genève
Suisse

Gestionnaire du fonds :

SIA Funds AG
3 Seedammstrasse
CH-8808 Pfäffikon
Suisse

Dépositaire :

Pictet & Cie
29, boulevard Georges Favon
CH-1204 Genève
Suisse