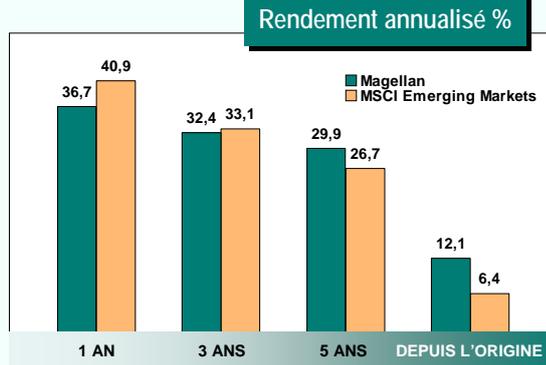


**Valeur liquidative :**  
1,520.31 EUR

**Actif total :**  
1,945.92 millions EUR

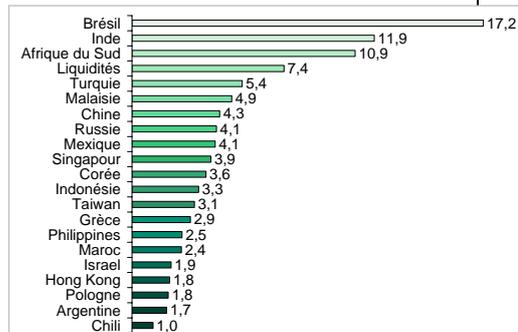
Depuis le 01/01/06, le MSCI Emerging Markets est dividendes réinvestis



Après avoir connu une brutale correction de quelque 13% à la mi-août, les marchés émergents se sont fortement repris en septembre pour enregistrer de nouveaux records historiques. L'indice MSCI marchés émergents a progressé de 8,7% sur le troisième trimestre 2007 et de 40,9% sur les douze derniers mois glissants. Dans le même temps, la progression de la valeur nette d'inventaire de **Magellan** a été inférieure à celle de son indice de comparaison à +4,6% et +36,7% respectivement. Nos derniers rapports trimestriels ont clairement explicité l'attitude délibérément défensive de nos portefeuilles dans un contexte d'instabilité croissante des marchés financiers : nous avons souvent souligné que la liquidité - ou plus exactement l'absence de liquidité - était un élément fondamental de la valorisation des actions.

Face à la crise des marchés financiers, les banques centrales avaient deux attitudes possibles :

- une attitude de fermeté entraînant de fortes secousses à court terme mais permettant aussi une élimination darwinienne des maillons faibles, c'est-à-dire des établissements financiers les plus agressifs et



les plus fragiles. Mis en difficulté financière ou quasi-faillite, ces organismes auraient été repris par des groupes plus conservateurs.

- une attitude de fuite en avant, par nature inflationniste, face aux groupes de pression politiques et bancaires.

La deuxième solution a été retenue : elle traduit un manque de courage des gouvernements et des autorités de contrôle qui ne font que reculer l'échéance. Au vu de ce qui s'est passé cet été, on ne peut s'empêcher de penser à la formule prémonitrice de Churchill après les accords de Munich : « Le Royaume-Uni et la France ont eu le choix entre l'humiliation et la guerre ; ils ont choisi l'humiliation et ils auront la guerre ». Il est consternant d'observer la confiance aveugle, voire touchante, des investisseurs dans la toute puissance des banquiers centraux. Le consensus se résume à peu près de la manière suivante : grâce à une injection massive de liquidités, comme en 1998 après la crise de LTCM, les

problèmes sont derrière nous. Cette vision idyllique nous semble fallacieuse car la crise bancaire dans les pays développés dépasse largement les problèmes des crédits « subprimes » aux Etats-Unis.

Depuis plusieurs années, l'alchimie financière permet aux banques de proposer aux grands débiteurs (LBO / private equity / financement de M&A etc) des crédits à des taux artificiellement bas grâce à une prime de risque anormalement faible déterminée par des modèles mathématiques (« mark to model »). Les banques ont ainsi pu reconnaître tout de suite les profits de ces montages et reporter à plus tard les problèmes de remboursement ou les défauts de paiement. La lévitation financière ayant ses limites, il ne serait pas surprenant que les banques soient amenées à passer dans un futur proche des dépréciations d'actifs considérables.

En matière de politique monétaire, les pays émergents qui ont décidé - d'une manière ou d'une autre - de lier l'avenir de leur monnaie au dollar américain abandonnent de facto leur autonomie de décision à Monsieur Bernanke. Ainsi, en baissant ses taux directeurs de 50 points de base en septembre, le responsable de la banque centrale américaine a jeté de l'huile sur le feu d'économies proches de la surchauffe, la Chine ou les Pays du Golfe en particulier. Au cours des mois à venir on pourra classer les pays émergents en deux catégories distinctes :

- d'une part les pays qui conservent une politique mercantiliste visant à favoriser leurs exportations en maintenant des parités de change peu ou prou fixes avec le dollar (Hong Kong, Chine, Taiwan, Pays du Golfe etc...). Dans ce cas de figure, l'inflation va se renforcer et les prix des actifs réels (immobilier) ou financiers (actions) vont s'ajuster à la hausse.
- d'autre part les pays comme le Brésil, le Chili, l'Inde ou la Corée qui ont accepté de voir leurs monnaies se revaloriser face au dollar : cette politique se traduit globalement par un transfert massif de richesse des exportateurs vers les consommateurs dont le pouvoir d'achat réel va progresser.

Dans les deux cas de figure, ces marchés semblent attractifs pour les investisseurs des pays développés qui ne s'y sont pas trompés en revenant massivement depuis la mi-septembre souscrire des Fonds spécialisés sur ces régions. Dans un tel contexte, il est raisonnable de considérer que les actions des marchés émergents vont continuer à progresser et pourraient même être au cœur de la prochaine bulle de marché.

Concernant le portefeuille de **Magellan**, nous avons allégé nos positions en SHENHUA ENERGY et CHINA OILFIELD SERVICES. Toutes deux

connaissent une expansion formidable, souvent supérieure aux anticipations les plus optimistes des analystes voire des nôtres. Ainsi CHINA OILFIELD a annoncé des résultats intérimaires éblouissants avec une hausse de 48% des revenus et un bond impressionnant de 63% des profits nets. Le développement de SHENHUA ENERGY reste remarquable, lui aussi ; cependant les valorisations des deux sociétés, bénéficiaires de l'engouement général envers les actifs chinois, ne nous permettent plus d'en avoir beaucoup dans les portefeuilles.

PERUSAHAAN GAS en Indonésie a annoncé des résultats intérimaires légèrement décevants (+ 9%) en raison de la hausse des coûts opérationnels. Cependant, l'avancement des travaux du gazoduc qui traverse Java est en ligne avec les prévisions, le tronçon West Java étant terminé à 93% et celui de Grissik à 89%. Nous attendons des revenus en hausse de 80% sur le prochain exercice.

SM PRIME, importante position aux Philippines bénéficie de rapatriements record de la communauté des philippins expatriés soit plus de 8 milliards de dollars, montant considérable par rapport à la consommation du pays. La société tire ses revenus de la location de ses 28 centres commerciaux et des royalties perçues sur les facturations des commerçants locaux. En 2008, la société devrait accroître son patrimoine de quelque 10% en surface permettant d'escompter une progression de 14% de ses bénéfices nets.

GAIL INDIA a annoncé des projets conséquents en matière de transport de gaz naturel : la société va doubler ses capacités dans les cinq années à venir, soutenue par une coopération plus étroite avec RELIANCE INDUSTRIES, détenteur d'importantes réserves de gaz en Inde. La société bénéficie d'une volonté marquée de l'état indien d'accroître l'indépendance énergétique du pays, qui passe forcément par une utilisation accrue du gaz.

Nous avons liquidé notre investissement dans AMERICA LATINA LOGISTICA au Brésil, après une forte appréciation de cours : la franchise du groupe dans le domaine du transport de matières premières agricoles et de produits transformés reste intacte, mais le cours actuel nous semble largement le refléter.

Vincent Strauss, Wojciech Stanislawski

### Principales positions (%)

Souza Cruz SA	Brésil	4.5
MTN Group	Afrique du Sud	3.9
National Thermal Power	Inde	3.6
Gail India	Inde	3.3
Sadia	Brésil	3.1