

Paris, le 12 janvier 2011

**« Les prévisions vous en disent beaucoup sur ceux qui les font, elles ne vous disent rien sur l'avenir »**

Cher investisseur,

En ce début d'année 2011, période traditionnelle de vœux et de prévisions, cette citation de Warren Buffet semble particulièrement d'actualité.

D'un côté, une majorité d'optimistes prévoit une hausse moyenne des actions européennes de 15% (8% pour les actions américaines). L'argument essentiel repose sur une évaluation raisonnable des marchés, dans un contexte de croissance solide tirée par les pays émergents et la reprise qui semble s'amorcer aux Etats-Unis.

De l'autre, des pessimistes s'interrogent sur les risques associés aux excès et déséquilibres en tout genre :

- Excès de dettes d'Etats en Europe (en particulier chez les PIGS) et aux Etats-Unis (90% du PIB, proche du plafond de 14 300 Md\$ autorisé par le Congrès).
- Excès de liquidité créée par les banques centrales en Europe et aux Etats-Unis (En 2 ans, la Fed américaine a créé plus de billets que depuis sa création en 1913).
- Excès de complexité du monde financier (avec le trading haute fréquence, des robots sont aujourd'hui beaucoup plus actifs que les investisseurs rationnels. Ils interviennent sur des instruments toujours plus sophistiqués et peuvent produire des krachs telle la baisse de 9% du Dow Jones le 9 mai 2010).
- Excès de spéculation sur les matières premières (les établissements financiers se mettent à acheter des stocks physiques pour couvrir leurs engagements sur les ETF)
- Excès de spéculation immobilière en Asie (le record mondial de 69 000 € le m<sup>2</sup> a été récemment atteint à Hong Kong).
- Déséquilibre de productivité du travail entre les différents Etats qui composent la zone Euro.
- Déséquilibres commerciaux en particulier entre la Chine et ses partenaires (En 2010 les réserves de change chinoises ont progressé de 450Md\$ à 2 847Md\$ fin 2010, tirées par des excédents commerciaux de 183Md\$ et l'afflux de capitaux étrangers)

Inflation, hausse brutale des taux long, implosion de l'Euro, défaut d'Etats, sont les conséquences potentielles, et souhaitons le théoriques, de ces excès et déséquilibres. A moins que des politiques d'austérité allant jusqu'à la remise en cause de pans entiers du modèle social européen ne se traduisent par une longue période de croissance faible voire une déflation à la japonaise. « *Vous ne pouvez pas éviter les ennuis en dépensant plus que vous ne gagnez* ». En Europe et aux Etats-Unis, les responsables politiques auraient dû méditer cette phrase prononcée par Abraham Lincoln en 1860. Trop tard. Un « mur de dettes » et les ennuis associés sont devant nous. Avec pour corollaire une forte volatilité sur les marchés financiers.

Dans ce contexte, pour le moins troublé, nous ne nous précipiterons pas pour exposer nos fonds aux actions. En 2011, pas plus qu'en 2010, nous ne chercherons à parier sur l'évolution de l'indice. Nous concentrerons nos recherches sur de beaux actifs, pas chers et bien gérés. « *Des sociétés extraordinaires à un prix ordinaire* ».

Dans cette recherche, nous décelons quelques raisons d'être raisonnablement optimistes.

En premier lieu, si les sujets de préoccupations évoqués ci-dessus sont nombreux et consistants, ils ont le mérite d'être bien présents dans la tête des investisseurs. Par construction, la prime de risque des marchés actions en tient compte.

D'autre part, c'est sur le front des résultats des entreprises que les bonnes nouvelles s'accumulent. Dans la crise, les sociétés non financières sont en effet les seuls agents économiques à avoir gardé le sens de la mesure en donnant la priorité à la génération de cash flow et au contrôle des coûts. Et en allant chercher la croissance où elle se trouve, en particulier dans les pays émergents.

Enfin, les actions sont représentatives d'actifs réels, et à ce titre constitueront une protection contre un éventuel retour de l'inflation. En particulier les sociétés capables de répercuter dans leurs tarifs les hausses de leurs coûts.

L'expérience montre que les opportunités sont plus nombreuses dans les périodes troublées. Un vœu pour 2011 ?

Que notre travail nous conduise à croiser le chemin de nombreux bâtisseurs. Nous partagerons avec eux une vision optimiste de l'avenir et ferons du même coup fructifier notre patrimoine commun.

Benoit Duval

Alain Lefèvre