

Paris, le 12 avril 2011

«L'idée que les pays sortent de l'endettement par le simple effet de la croissance n'est pas confirmée par l'observation du passé*»

Cher investisseur,

Le trimestre qui s'achève a été marqué par deux événements majeurs et imprévisibles. La multiplication de troubles politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient d'une part, une catastrophe naturelle et nucléaire au Japon d'autre part.

Les troubles au Moyen-Orient ont pour conséquence directe un renchérissement du prix du pétrole. Le drame japonais, quant à lui, se poursuit en particulier dans sa dimension nucléaire. Tirer dès aujourd'hui les conséquences d'un événement toujours en cours, sur la base d'informations parfois contradictoires est plus complexe. Dérèglements logistiques (coupures d'électricité, perturbations des approvisionnements dans les secteurs clés de l'électronique et de l'automobile...) et conséquences sur le moral des habitants devraient logiquement provoquer un ralentissement de la croissance japonaise. Par ailleurs, le débat sur l'avenir du nucléaire pourrait gagner en intensité soutenant ainsi le cours des combustibles fossiles. Malheureusement, des conséquences plus graves ne peuvent être exclues.

L'optimisme continue de régner dans la sphère économique et financière. L'Eurostoxx 50 progresse de 6% au cours du trimestre. Le stress lié à la catastrophe nipponne n'a duré que quelques jours (du 11 au 16 mars) et a été suivi d'un fort rebond (+7% du 16 au 31 mars). L'abondance de liquidités, la baisse du taux de chômage aux Etats-Unis, la solidité des résultats des sociétés alimentent cet optimisme. Il est renforcé par la conviction largement partagée par les investisseurs que l'évaluation des actions est aujourd'hui raisonnable.

La multiplication des Offres Publiques d'Achat conforte ce sentiment. Les dernières annonces significatives affichent des primes de 50% à près de 80% par rapport aux derniers cours cotés :

- 50% pour l'OPA en cash de Solvay sur Rhodia (6,6Md€ dont 3,2Md€ de dettes reprises).
- 78% pour l'OPA de Texas Instrument sur National Semiconductors (6,5Md\$ cash pour créer le leader des puces analogiques avec 14% du marché mondial).

La conjonction de liquidités particulièrement abondantes et de taux particulièrement bas explique ce désir grandissant d'acquérir de la croissance par des opérations de fusions-acquisitions. Dans ce contexte de taux bas, nous comprenons l'intérêt des acquéreurs. Ils parviennent aisément à réaliser des opérations industrielles non dilutives.

Néanmoins, en valeur absolue, le marché ne nous paraît pas particulièrement bon marché. En particulier si l'on considère des ratios intégrant la dette de façon plus précise que le PER**. Nous devons même reconnaître qu'il ne nous est pas facile de trouver des titres correspondant à nos critères d'évaluation raisonnable. D'autant que les facteurs d'inquiétudes évoqués dans notre précédente lettre justifient, selon nous, une marge de sécurité (donc une prime de risque) supérieure à la normale.



Les excès de dette d'Etats en Europe et aux Etats-Unis, la résurgence de l'inflation sont des sujets de préoccupation car les politiques non conventionnelles des banques centrales maintiennent les taux artificiellement bas.

La croissance économique revenant aux Etats-Unis, ces politiques (trop) accommodantes seront de moins en moins justifiées. Le « mur de dettes » et les ennuis associés sont toujours devant nous. Avec pour corollaire un risque de hausse des taux et une forte volatilité sur les marchés financiers.

Comme l'expliquent KS. Rogoff et CM. Reinhart dans leur étude consacrée à 800 ans de crise financière*, le retour de la croissance économique ne devrait pas être suffisant pour régler tous les excès et déséquilibres qui perdurent depuis le début de cette crise.

Dans ce contexte, pour le moins troublé, nous avons réduit notre exposition aux actions. L'optimisme ambiant, la persistance des facteurs de risques identifiés, l'apparition de nouveaux sujets de préoccupations majeures ce trimestre nous rendent plus « craintifs ».

Nous ne sommes pas pessimistes mais patients voire optimistes puisque nous considérons qu'au cours des prochains trimestres la volatilité des marchés financiers nous donnera des occasions d'acquérir des titres de qualité sur des bases raisonnables. Pendant cette période, nous continuons d'élargir notre vivier de belles valeurs bien gérées et disposant de réserves de croissance.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

** This time is different, eight centuries of Financial Folly de Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff (respectivement professeurs d'économie de l'université de Maryland et d'Harvard)
p 289: "the evidence offers little support for the view that countries simply "grow out" of their debts".*

*** En moyenne et sur la base du consensus 2011, la valeur d'entreprise (capitalisation et dettes financières) des sociétés du CAC 40 correspond à près de 11 années de résultat d'exploitation. Ce même ratio se situe à 11,6 sur l'échantillon de plus de 150 valeurs moyennes suivies par Odfo.*