

Lettre aux actionnaires

Anvers, le 31 mars 2018

Chers amis,

Dans notre dernier rapport trimestriel de 2017, nous évoquions l'absence de volatilité et le calme peu coutumier qui caractérisaient les marchés financiers. Compte tenu des événements géopolitiques, il était cependant évident que cette situation allait s'avérer intenable à terme et, en effet, l'encre du rapport à peine séchée, la volatilité opérait son grand retour.

Les 10 premiers jours de 2018 ont été marqués par des hausses spectaculaires de 5% en moyenne après seulement quelques séances boursières. Ce mouvement à la hausse trouvait sa justification dans l'approbation, en toute fin d'année, du plan de baisse de l'impôt des sociétés aux États-Unis. Les impôts vont connaître une diminution sensible en passant de 35% à 21%, ce qui permettra, en théorie, aux sociétés américaines d'accroître leurs bénéfices de quelque 20%. En théorie seulement, car l'effet bénéfique sera moindre en pratique, plusieurs avantages du passé ayant en effet été annulés. La conclusion est néanmoins évidente : l'opération est excellente pour les actionnaires, puisque la valeur des sociétés s'accroît sensiblement sans aucune intervention de leur part.

Une autre mesure prise par le gouvernement concerne la possibilité de rapatrier aux États-Unis les bénéfices des sociétés réalisés à l'étranger moyennant l'acquittement d'un impôt limité à seulement 14%. De nombreuses entreprises - surtout technologiques - disposent de montants considérables à l'étranger, qu'elles vont enfin pouvoir investir aux États-Unis ou utiliser pour racheter leurs propres actions et/ou payer des dividendes plus élevés.

Ces mesures, pourtant très positives, n'ont exercé qu'un effet de très courte durée sur les marchés boursiers. La tendance s'est inversée à partir de la seconde moitié du mois de janvier. Ce n'est pas toujours évident à expliquer, mais pour les marchés financiers, une profusion de bonnes nouvelles a tendance à devenir synonyme de mauvaises nouvelles. L'économie mondiale enregistre une croissance synchronisée de tous les grands pays et le chômage aux États-Unis est au plus bas. Paradoxalement, ce sont ces mêmes bonnes nouvelles qui créent un climat de nervosité. Les investisseurs craignent en effet qu'une économie qui se porte trop bien pourrait entraîner un risque d'inflation, ce qui inciterait les banques centrales à relever encore les taux d'intérêt. De même, le marché anticipe d'ores et déjà un éventuel ralentissement de l'économie suite au relèvement des taux, ceci même dans un avenir plus ou moins proche.

Il convient de se souvenir que la Réserve fédérale a déjà relevé les taux à plusieurs reprises depuis décembre 2015 et que quatre nouvelles hausses sont encore prévues pour cette année.

L'autre aspect qui explique la nervosité des marchés depuis déjà plusieurs semaines est la guerre commerciale que vient de déclarer le président Trump en choisissant d'imposer des droits d'importation à certains produits et à certains pays (principalement la Chine). Cette situation n'est certes pas encline à stimuler une économie mondiale dynamique. Il ne nous reste qu'à espérer que le président américain ait l'intelligence, en toute dernière extrémité, de limiter l'amplitude de ces mesures.

Nous enregistrons depuis le début de l'année des divergences considérables en termes de performances entre les différents secteurs et les différents pays. Les meilleures performances sont toujours l'apanage du secteur technologique et les marchés émergents surclassent largement les autres régions. Le plus mauvais secteur - fait plutôt étonnant - concerne les produits de grande consommation. Il s'agit habituellement d'un secteur plutôt stable, qui ne se situe que rarement en tête ou en queue du peloton. Ces sociétés ont cependant publié des résultats décevants, ce qui démontre bien qu'elles n'évoluent pas aujourd'hui dans un environnement favorable.

Un autre élément caractérise clairement les marchés baissiers. Les mauvaises nouvelles sont sanctionnées sévèrement, alors que les bonnes nouvelles ne sont que rarement appréciées à leur juste valeur. En ce qui concerne nos positions, nous n'avons par exemple pas été préservés de certaines nouvelles décevantes, ce qui a entraîné des fortes réactions de cours (Oracle, Adient), tandis que les très bonnes nouvelles qui nous sont parvenues n'ont pas entraîné une hausse particulière des cours.

En ce qui nous concerne, l'essentiel ne se situe cependant pas au niveau de l'évolution des cours à court terme, mais bien sur le plan de l'évolution opérationnelle des sociétés sous-jacentes. Berkshire Hathaway, Fairfax, AB InBev, Fiat, Microsoft, Alliance Data Systems, Citigroup, etc... ont toutes annoncé d'excellents résultats. Elles bénéficient toutes d'un positionnement solide dans leur secteur et devraient à terme engranger des bénéfices bien supérieurs aux chiffres actuels. Un autre élément très important réside dans le fait que les cours actuels ne reflètent pas des attentes irréelles et que nous ne payons pas des prix absurdes ayant déjà hypothéqué le futur potentiel de hausse.

Nous ne faisons pas de prévisions quant à l'évolution des marchés à court terme car nous n'avons aucune plus-value à ce niveau-là, étant convaincus que les efforts visant à prévoir l'imprévisible ne représentent qu'une perte d'énergie. Nous restons toutefois parfaitement convaincus qu'un portefeuille diversifié de belles sociétés, acquises à des prix raisonnables, constitue le meilleur moyen de faire croître un patrimoine à long terme.

Pour la seconde année consécutive, nous avons obtenu avec MercLin Patrimonium le prix pour le meilleur fonds diversifié sur le marché belge. À l'instar de l'ensemble de nos opérations, ce n'est pas grâce à un bon market timing entre les différents actifs, mais bien à une sélection minutieuse des obligations et actions.

Nous sommes aussi très heureux de pouvoir vous annoncer l'ouverture d'un bureau à Bruxelles dans un proche avenir. Ceci nous permettra non seulement de resserrer les liens avec nos clients bruxellois, mais aussi de recruter des collaborateurs talentueux dans la région bruxelloise.

Bien amicalement,



Thomas Vanderlinden



Stéphane Mercier



Vincent de Pret



Frédéric Van Doosselaere