

## Lettre aux actionnaires

---

Anvers, le 30 juin 2018

Chers amis,

S'il y a bien une chose que les marchés financiers n'apprécient pas, c'est l'incertitude. Malheureusement, c'est bien cela que Donald Trump et son gouvernement ont réussi à créer avec leur décision unilatérale d'imposer des taxes sur les importations. Quelle sera l'envergure finale ? Comment vont réagir les pays les plus touchés ? Les Etats-Unis vont-ils réellement aller aussi loin qu'ils le prétendent ou est-ce encore un exemple de la stratégie de négociation de Trump : faire craindre le pire pour finalement se mettre d'accord sur des mesures beaucoup moins draconiennes ?

L'évidence est que les marchés sont nerveux et que depuis le début de l'année ils font du sur place au meilleur des cas alors que les résultats des sociétés sont jusqu'à présent excellents. Les marchés émergents ont perdu près de 10% en quelques mois, la Suisse est à -7%, l'Europe à -3% et l'indice mondial est tout juste positif en euro grâce à la hausse du dollar et grâce surtout au secteur technologique qui continue à faire pâlir tous les autres secteurs. L'unique indice boursier d'ailleurs à être largement positif sur ces 6 premiers mois est le Nasdaq à +11% grâce à sa pondération élevée en sociétés technologiques.

Cela fait déjà plusieurs années que les valeurs technologiques sont le moteur des marchés. Plus personne ne peut nier que nous vivons une réelle révolution technologique. Contrairement à la bulle technologique de 2000, où beaucoup de sociétés étaient valorisées à des prix hallucinants basés sur de simples idées ou promesses, la plupart des grandes sociétés technologiques sont aujourd'hui extrêmement rentables et terriblement dominantes. Jamais dans l'histoire de l'humanité, nous n'avons connu des sociétés aussi rentables qui avaient demandé aussi peu d'investissements pour y parvenir.

Trois de nos sociétés en portefeuille qui performant le mieux cette année sont d'ailleurs Microsoft, Alphabet (Google) et Facebook. Au premier trimestre, Facebook a connu une croissance de son chiffre d'affaire de 50%, Google de 26% et Microsoft de 16%. Pas mal pour des sociétés de plusieurs centaines de milliards. Fait remarquable est qu'il y a même une accélération dans leurs taux de croissance alors que ces sociétés sont devenues de réels colosses. Nous ne pouvons que regretter de ne pas avoir investi plus dans ce secteur ces dernières années.

Mais que penser des marchés aujourd'hui ? Tout d'abord, et nous le répétons probablement dans chaque lettre : personne ne sait ce que feront les bourses à court et à moyen terme. Nous lisons régulièrement qu'il faut être méfiant car les bourses montent depuis 2009 et elles sont donc chères. Ce genre de raisonnement ne tient toutefois pas la route. Pourquoi ne pas prendre 2007 comme point de départ ? La hausse est beaucoup moins impressionnante sur cette période, les marchés sont-ils alors bon marché ? Nous pouvons également argumenter que depuis plus de 3 ans déjà, depuis Pâques 2015, les marchés n'ont que très peu monté et qu'ils sont par conséquent bon marché.

Les seuls paramètres pour estimer le rendement futur sont la valorisation actuelle et évidemment la croissance future, qui est à nouveau plus difficile à prédire. Quant aux valorisations, nous estimons qu'elles restent acceptables avec des multiples de 14 fois les bénéfices pour l'Europe et de 17 pour New York qui inclut tous les grands noms du secteur technologique. Rien à comparer avec des multiples de 35 fois en 2000 ou de presque 100 fois pour le Japon en 1990.

Ce qui importe réellement est d'avoir des sociétés de qualité en portefeuille et d'avoir le courage de rester investi, comme pour un contrat de mariage, dans les bons et les mauvais moments.

A long terme, le cours de bourse suivra l'évolution de la croissance bénéficiaire qu'a fait la société plus les dividendes payés. A moins que le prix payé au départ était ridiculement cher.

Prenons des exemples de sociétés que nous détenons. Johnson & Johnson a réalisé une croissance de son bénéfice par action plus rendement dividende de 13,65% par an pour les 25 dernières années. Le cours de bourse, dividendes inclus, a fait sur la même période du 12,65%, à peu près la même chose. Pour Microsoft, les chiffres sont respectivement de 17,56% et 16,76%, pour Berkshire 14,15% et 13,80%.

Entretemps, il y a eu des crises, des crashes boursiers et plein d'autres événements géopolitiques inquiétants, mais quoi qu'il arrive, les cours ont connu la même évolution que la croissance bénéficiaire des sociétés. La clef est de trouver des sociétés bien gérées qui devraient avoir des bénéfices bien plus élevés d'ici 10 à 15 ans. Tout le reste est facultatif.

L'unique risque est que les sociétés ne fassent plus de bénéfices, qu'on traverse une longue crise économique désastreuse comme pendant les années 30. Ce n'est pas exclu, mais il faut savoir que depuis la Seconde Guerre mondiale l'économie mondiale a connu une croissance chaque année sauf en 2009 où elle a perdu 0,1%. Cela donne une idée de la stabilité depuis plus de 70 ans.

Depuis deux semaines, nos nouveaux bureaux, rue des Pères Blancs 12 à Bruxelles, sont ouverts. Nous sommes ravis du résultat et invitons nos clients bruxellois à venir nous visiter.

Nous vous souhaitons un excellent été !



*Thomas Vanderlinden*



*Stéphane Mercier*



*Vincent de Pret*



*Frédéric Van Doosselaere*