

Lettre aux actionnaires

Anvers, le 31 mars 2019

Chers amis,

Après le plus mauvais mois de décembre jamais connu depuis les années 1930, nous venons de vivre le meilleur mois de janvier depuis 1987. Ce rebond a permis de récupérer une bonne partie des pertes de 2018.

Alors que l'année dernière la hausse des taux rendait les marchés encore nerveux, cette année-ci, les taux sont bien retombés et c'est plutôt la faiblesse de l'économie qui est inquiétante. Le taux allemand à 10 ans est même retombé sous la barre des 0 %. On peut légitimement se demander qui investit à 10 ans dans un actif offrant un rendement négatif.

Le différentiel entre le rendement du dividende des actions européennes qui se trouve à 3,4 % et les taux longs à 0 % atteint un record historique. C'est en général le signal qu'il faut acheter des actions et une preuve que les actions ne sont pas chères par rapport aux obligations et aux taux en vigueur. Ceci vaut également pour la prime de risque des actions européennes. Le rendement bénéficiaire ou le bénéfice divisé par le cours se situe aux alentours des 7 %, constituant aussi un record par rapport aux taux d'intérêts.

Depuis quelques années déjà, on distingue un marché à deux vitesses entre d'une part, les sociétés technologiques et d'autre part, les autres. Comme les plus importantes sociétés technologiques se trouvent surtout aux Etats-Unis, c'est là que les plus grands gains ont été réalisés. L'indice américain, le S&P 500, progresse de 40 % sur les quatre dernières années, alors que l'Eurostoxx 50 n'affiche une performance que de 3 %, dividendes compris, sur cette même période.

Certaines de ces sociétés technologiques sont florissantes et influencent notre monde comme peu de sociétés l'ont fait auparavant. Mais il faut être conscient que payer des multiples élevés, même pour les plus belles sociétés, peut être risqué. Qui peut vous garantir que la belle société d'aujourd'hui sera encore aussi belle demain ? Le cimetière est rempli de sociétés qui un jour ont été magnifiques et uniques. Actuellement, le marché est prêt à payer cher pour les sociétés connaissant une croissance élevée, alors que nous vivons dans un monde qui évolue plus vite que jamais et où la visibilité à 5 ou 10 ans n'a jamais été aussi faible.

Les marchés traversent des cycles, des modes. Aujourd'hui, les actions de croissance avec un momentum important sont en vogue. Un peu comme à la fin des années 1990. Les actions « value », disons celles avec moins de croissance, mais bon marché par rapport à leurs actifs ou leurs cash flows, sont actuellement délaissées. La sous-performance des actions « value » par rapport à celles de « croissance » est elle aussi à un niveau record.

« You can't buy what is popular and do well » aime bien dire Warren Buffett. Nous ne connaissons pas de gestionnaires qui aient survécu à long terme en achetant toujours les plus belles et les plus chères actions du moment. Tous les bons résultats à très long terme ont été réalisés par des gestionnaires qui ont un point en commun : ils achètent des sociétés avec une décote importante par rapport à ce qu'ils estiment être la valeur intrinsèque de la société.

Cette décote donne une marge de sécurité nécessaire si jamais les choses ne tournaient pas comme prévu.

Notre politique de gestion a toujours été d'acheter de la qualité mais à un moment où le secteur ou la société même n'est pas populaire. Notre plus grande position est Berkshire Hathaway qui est une machine à générer du cash et qui est actuellement valorisée très raisonnablement à 1,35 fois la valeur comptable. Fairfax, une autre position historique, est, comme la plupart des assureurs, retombée à sa valeur comptable. Cette valeur est également dans le bas de la fourchette par rapport à sa valorisation historique. Nous détenons des actions de Citigroup et Goldman Sachs qui aujourd'hui sont surcapitalisées, réalisant des rendements sur fonds propre de 12 à 14 % et cotant à peine à la valeur comptable.

Nous venons d'acheter des actions d'Inditex (Zara). L'action n'a plus rien fait depuis quatre ans et est enfin retombée à des multiples raisonnables. Ce trimestre nous avons également acheté Interactive Brokers, qui est la meilleure plateforme au monde pour passer des ordres en bourse. L'action a perdu 35 % depuis son sommet. Elle cote à 20 fois les bénéfices pour une croissance à double chiffres et détient en liquidités l'équivalent de 35 % de sa capitalisation boursière.

Ce sont juste quelques exemples pour démontrer qu'il y a beaucoup de potentiel dans les valeurs que nous détenons et que celles-ci ne traitent pas du tout à des prix excessifs.

« Investir n'est pas un sprint, mais un marathon » et « pour terminer premier il faut d'abord terminer », sont des dictons bien connus dans le monde de la finance. Notre philosophie de gestion nous permet d'avoir toujours une marge de sécurité assez importante pour être à l'aise et ne pas prendre des risques démesurés.

Pour votre information : nous avons créé une application Mercier Vanderlinden que vous pouvez télécharger sur votre smartphone et qui vous permet d'avoir accès à votre portefeuille de façon très facile. Vous y retrouverez, mis à part l'aperçu de votre portefeuille, la performance historique, les transactions, etc.

N'hésitez pas à appeler votre personne de contact si vous avez un problème pour accéder à cette application.

Bien amicalement,



Thomas Vanderlinden



Stéphane Mercier



Vincent de Pret



Frédéric Van Doosselaere

P.S.: Les rapports des fonds se trouvent en annexe