



FINANCIÈRE  
ARBEVEL

---

10-12, avenue de Messine  
75008 PARIS - FRANCE  
Tél. : +33 (0)1 56 59 11 33 - Fax : +33 (0)1 56 59 11 39  
[www.arbevel.com](http://www.arbevel.com)

Le 7 Octobre 2011,

**« Place aux Actions ! ... »**

Il ressort toujours du positif des périodes les plus troubles. La construction européenne fera peut être plus en 3 ans que durant les 15 dernières années ; les politiques prendront peut-être à bras le corps les problèmes croissants des dettes publiques et de gouvernance de la zone euro... A notre petit niveau, cette lettre, la première du genre depuis la reprise de la société en mars 2009, a pour but de communiquer de manière plus complète et moins formelle qu'à travers nos reportings sur la gestion du fonds Pluvalca France Small Caps durant le dernier trimestre, qui a été difficile après un bon premier semestre, et pour les mois qui viennent.

Notre stratégie d'investissement depuis le début de l'année reposait sur une hypothèse de croissance molle pour les économies développées (Etats-Unis et Europe) et un ralentissement dans les économies émergentes, induit par les resserrements monétaires successifs, le tout permettant toujours à l'économie mondiale de progresser à un rythme annuel moyen supérieur à 3%. Notre scénario économique central écartait donc une récession marquée de nature à remettre en cause les investissements d'entreprises, disposant par ailleurs de bilans solides. Nous estimions qu'une stagnation affecterait peu le profil de croissance de notre portefeuille mais n'avions pas intégré de récession sévère. Nous conservons toujours ce scénario.

La perception du risque de récession a fortement augmenté mi-août lors de la publication de l'indice de la Fed de Philadelphie qui était très mauvais. Ce dernier, réalisé sous forme de sondage, avait cependant été effectué en pleine crise institutionnelle américaine, noircissant le tableau à nos yeux. On remarquera que depuis, les indicateurs américains, sans être brillants, n'ont pas confirmé à ce jour un scénario récessif, qui semble cependant évident au marché. Même en Europe, les récents PMI manufacturiers étaient médiocres mais meilleurs qu'attendus. Les indices ISM américains de septembre étaient également meilleurs que



prévus et, à l'instar des chiffres d'août, n'indiquaient en aucun cas une récession. Malgré cela, le marché a balayé toutes hypothèses autres qu'une récession et a lourdement sanctionné les valeurs de croissance.

Constatant une augmentation du stress sur les marchés obligataires et actions début juillet, des craintes sur la vigueur de la croissance américaine et des perspectives de révisions de croissance, nous avons réduit notre exposition aux valeurs cycliques et augmenté le niveau des liquidités, allant jusqu'à atteindre 15% début août avec une poche cyclique moins prononcée, constituant ainsi un amortisseur à une éventuelle baisse des marchés. Le fonds a alors subi des rachats qui ont progressivement diminué cette poche de liquidités. Nous n'avons néanmoins jamais eu à vendre des titres en réaction à des rachats. Début septembre nous avons décidé, malgré l'environnement, de ne pas brader certaines lignes qui risquaient de souffrir en cas de baisse de marché car l'environnement anxigène nous semblait être exagéré. Nous n'avons donc pas reconstitué une poche de liquidité significative. Le mois de septembre a ensuite marqué une rupture dans le comportement des petites valeurs qui ont sous-performé (-8,4% pour le CAC40 vs -10,4% pour CAC MS) après avoir mieux résisté en juillet (-5,5% vs -7,8%) et en août (-9,4% vs -11,3%). Nous avons observé des baisses importantes se réalisant dans des volumes faibles.

Selon nous, la sous-performance de notre fonds s'explique par deux phénomènes. Tout d'abord, certains de nos choix de stock-picking nous ont pénalisés. Malgré un contact récent avec le management de la société Boiron au mois de juin, nous avons été surpris, lors de la publication des résultats en septembre, par la rupture dans la croissance du groupe et son impact sur les résultats et avons décidé de solder la ligne. Sur notre ligne en Vet'Affaires, la société tire plutôt bien son épingle du jeu mais le secteur est conjoncturellement difficile et concurrentiel. Nous avons vendu des titres profitant de la liquidité à des prix corrects mais avons stoppé nos ventes considérant que la valorisation (légère prime sur son BFR net de dettes financières !) compensait la perte de momentum. S'agissant d'Eiffage, la société a publié des chiffres légèrement décevants mais correspondant à des prises de commandes d'il y a 12 à 18 mois et n'a pas été capable de rassurer les investisseurs sur le refinancement de son principal actif, APRR, qui ne pose aucun problème selon nous. Nous n'avons vendu aucun titre et avons même profité de la baisse pour en racheter. Cela nous coûte environ 40% de la sous-performance du fonds.

Pour les 60% restants, nous les attribuons pour partie à notre faible niveau de liquidités et pour le reste à la structure du fonds. La sous-performance du fonds a été plus marquée lors des phases de rebond du marché qui profitaient aux midcaps de l'indice et non pas aux petites valeurs, un phénomène similaire à celui observé l'été dernier. Historiquement, les petites valeurs ont tendance à rattraper leur retard dans un deuxième temps comme ce fut le cas au deuxième semestre 2010 (+20%). Néanmoins, nous avons pour objectif d'augmenter l'exposition du fonds aux midcaps afin de revenir à une part du fonds en capitalisation inférieure à 300 MEUR vers 40% (niveau de juin dernier) contre 55%



aujourd'hui. Dans cette optique, nous avons réalisé des ajustements durant l'été (réduction du nombre de lignes de 70 à 57, arbitrages au sein d'un même secteur,...).

Si les niveaux de valorisations sont historiquement faibles, même en dépréciant encore les résultats 2012 de 20%, nous sommes convaincus que le marché ne pourra reprendre sa marche en avant que lorsque les politiques s'accorderont pour trouver une solution à la crise de la dette souveraine. Après des tergiversations sur la Grèce depuis des mois, les investisseurs attendent un signe fort et rapide. La question n'est pas tant de savoir si la dette grecque sera restructurée mais plutôt de savoir quand, quel sera le dispositif mis en place pour éviter un risque de contagion aux autres pays fragilisés et comment permettre aux banques d'amortir le choc. Les mouvements récents de marché ont montré que seule une solution viable et durable à la crise de la dette souveraine pourra jouer le rôle de réel catalyseur d'un rebond des marchés financiers.

Nous sommes confiants dans la qualité de notre portefeuille, dans la cohérence de son niveau de valorisation (PE 2012 médian de 9x, gearing médian de 10%), et la capacité de croissance bénéficiaire et de création de valeur des sociétés qui le compose dans un environnement de stagnation.

L'équipe de gestion

