



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

Paris, le 6 Février 2012,

Trois ans déjà...

Depuis la reprise de Financière Arbevel il y a presque trois ans, nous avons réorganisé la société afin de répondre aux exigences des investisseurs et d'un environnement en perpétuelle évolution. Nombreux ont été nos interlocuteurs qui ont insisté sur l'importance des trois premières années dans le monde de la gestion d'actifs. Il nous paraissait donc légitime et approprié de revenir sur les principales étapes, les réflexions et notre stratégie d'investissement au cours de ces trois dernières années. Nous sommes fiers d'avoir réussi à positionner nos fonds Pluvalca France Small Caps et Pluvalca France, renommé Pluvalca All Caps depuis le 1^{er} Janvier 2012, en tête de peloton de leurs catégories. Entre le 1er janvier 2009 et le 31 décembre 2011, Pluvalca France Small Caps a réalisé une performance de 85%, se classant 1^{er} de sa catégorie et Pluvalca All Caps a progressé de 64%, également en tête de sa catégorie. Le rebond depuis début 2009 atteint même 108% et 84% au 31 janvier dernier.

Nos résultats ont été obtenus dans des conditions de marchés très compliquées, où une année de fort rebond cyclique (2009) fut suivie d'une année marquée par de nombreuses inquiétudes sur la croissance mondiale et sur les conséquences de la crise grecque, puis d'une année 2011 où la zone Euro joua avec le feu, les Etats-Unis perdirent leur AAA et les économies émergentes freinèrent des quatre fers pour éviter la surchauffe. Tous ces événements eurent des effets significatifs sur les marchés financiers. Dans ce contexte, notre philosophie et notre stratégie d'investissement ont été mises à rude épreuve mais ont également mis en évidence notre capacité à générer de la performance en privilégiant une gestion non benchmarkée basée sur une sélection de valeurs.

Hormis l'année 2009 qui fut relativement classique pour un rebond boursier et pour laquelle notre stratégie avait été axée sur les petites valeurs et les sociétés cycliques, nous avons privilégié, au cours des deux dernières années, une approche orientée vers les valeurs de croissance, que ce soit via un secteur (technologie), un cycle propre (aéronautique, parapétrolier) ou une exposition géographique (pays émergents par exemple). Nous avons concentré nos recherches sur des sociétés capables de s'affranchir de leur environnement macro-économique pour continuer de croître à un rythme supérieur à celui de l'économie. Cette stratégie n'est pas figée et pourra évoluer en fonction des évolutions économiques mondiales.

2011 - bref retour en arrière...

L'année 2011 restera dans les mémoires comme une année de rupture, symbolisant la nécessité de mettre fin au laxisme budgétaire. Cela n'a pas été sans conséquence. L'incertitude liée à cette prise de conscience, 3 ans après l'éclatement de la crise des subprimes, n'a pas vraiment été levée par les politiques qui, pour beaucoup, déçoivent. Leur comportement face à cette crise demeurera malheureusement un élément fondamental pour les marchés en 2012, comme en témoignent les récents mouvements boursiers en réaction aux difficultés de renégociation de la dette grecque.



Nous gardons en mémoire les multiples épisodes où nous avons espéré que les dirigeants du monde occidental seraient à la hauteur des enjeux (Etats-Unis en juillet 2011, Europe depuis 2 ans...) et cela n'a pas été le cas, pour des raisons purement politiciennes. Par conséquent, nous devons investir tout en ayant à l'esprit que des décisions politiques, répondant à des critères non économiques et non conformes à l'intérêt général, peuvent à tout moment faire basculer le marché.

En 2011, les actifs financiers se sont répartis en 2 catégories, actifs risqués et non risqués. Les investisseurs n'ont que très peu différencié leur approche au cours du second semestre rendant toute tentative de distinction au sein de ces deux catégories totalement inutile et créant donc un environnement très peu propice à la sélection de valeurs qui nous est chère. Les actions européennes ont été particulièrement chahutées, notamment les petites et moyennes capitalisations lorsque les problèmes de liquidité ont affecté à nouveau les marchés au cours du second semestre. Ces rachats précipités ne sont pas restés sans effet sur la valorisation de certaines sociétés qui se sont trouvées totalement déconnectées de la valeur économique de leurs actifs. Ainsi, les small caps ont sous-performé pour la première fois depuis 2008, la pression vendeuse observée au second semestre réduisant considérablement l'avance prise au 30 juin. La baisse relative a cependant été beaucoup plus mesurée qu'en 2008 car peu de fonds non spécialisés étaient encore présents sur cette classe d'actif malgré les hausses de 2009 et 2010. Le risque de liquidité sur les fonds small caps est clairement surestimé selon nous.

Dans ce contexte, suite aux ajustements opérés en juillet/août et malgré notre volonté de rester investis, le fonds Pluvalca France Small Caps a maintenu son avance de 10 points acquise au premier semestre et a baissé en ligne avec le marché. Le fonds Pluvalca All Caps a perdu son avance en novembre et décembre alors que nous avons renforcé un peu tôt des valeurs liées aux matières premières dont les valorisations semblaient particulièrement attractives.

Rester prudent mais ne pas céder au catastrophisme...

Nous restons fidèles à notre approche. Notre gestion continue de privilégier la sélection de valeurs, indépendante de tout benchmark, réalisée au sein d'un scénario macroéconomique global défini chez Financière Arbevel avec l'aide de nombreux économistes et stratégestes. Notre scénario actuel, par ailleurs inchangé depuis l'automne dernier, intègre les hypothèses suivantes :

- Pas d'environnement récessif aux Etats-Unis (plus consensuel aujourd'hui qu'il y a seulement 4 mois) mais scénario d'une croissance au profil désormais européen ; ne négligeant pas les échéances post-électorales ;
- Pas d'atterrissage brutal de l'économie chinoise et croissance toujours dynamique dans les pays émergents ;
- Récession et austérité en Europe avec toutefois une très grande hétérogénéité des profils entre le Nord et le Sud. L'amplitude de cette récession devrait être nettement plus faible que celle observée en 2009 notamment en raison d'un niveau de stock beaucoup plus bas ;
- Pas d'éclatement de la zone Euro, nous sommes convaincus que l'Allemagne en souffrirait trop ; en revanche un défaut, que nous espérons organisé, d'un ou de plusieurs de ses membres n'est pas à exclure.

L'économie mondiale continuera de progresser en 2012, à un rythme certes plus lent qu'anticipé, mais toujours satisfaisant. C'est l'incertitude en général bien plus que la récession annoncée en Europe qui est pénalisante pour l'investissement des entreprises aujourd'hui.

Depuis le début de l'année, le comportement des fonds a été très satisfaisant, ces derniers ayant amplifié la progression du marché (PFSC +16,7% vs +13,2% pour le CAC MS ; Pluvalca All Caps +17,8% vs +9,0% pour le SBF 120).



Nous restons toujours convaincus que les niveaux actuels de valorisation demeurent attractifs, intégrant déjà le scénario récessif en Europe et anticipant de nouvelles révisions à la baisse des perspectives de croissance bénéficiaire des entreprises. Historiquement, les révisions des estimations d'analystes ont un retard d'environ 6 mois sur les inflexions de marché. En 2009, les révisions en baisse se sont terminées en septembre, alors que le marché avait rebondi depuis mars. Les primes observées lors des dernières OPA (Rue du Commerce, InfoVista...) illustrent à quel point les niveaux de valorisation sont particulièrement attractifs. Il nous semble que les évolutions réglementaires récentes telles que Solvabilité 2, l'importance croissante du trading quantitatif et des trackers ont diminué le poids des investisseurs à long terme attachés aux fondamentaux des entreprises. En conséquence, le marché est aujourd'hui moins structuré pour valoriser les actifs, surtout en période de forte volatilité. Nous pensons donc que les OPA et les retraits de cote vont se poursuivre.

Pour finir, nous ne pouvons nous empêcher de faire un peu de finance comportementale. Début janvier, la première page d'un quotidien économique titrait que seulement 9% des particuliers pensaient qu'il s'agissait du bon moment pour investir en bourse. Le même jour, des investisseurs professionnels acceptaient des rendements réels négatifs sur les emprunts d'Etat allemand alors même que le rendement italien à 10 ans frôlait les 7%... Devant de tels comportements, nous aimons nous rappeler que le nombre d'ouvertures des plans d'épargne en actions atteignait des sommets en 2000 et en 2007 en pleine euphorie boursière et sur des points hauts de marché. Notre optimisme actuel se nourrit donc de la morosité ambiante.

Loin de nous l'idée de revendiquer le statut d'investisseur « contrariant » mais, il est bon de retenir que dans un monde où les sources d'information sont multiples, de même que les experts nombreux, certaines voix sont plus renseignées et pertinentes que d'autres. Notre métier, entre autres, est de sélectionner ces voix sur les thèmes qui nous importent : si peu méritent d'être connues, beaucoup gagneraient à se trouver diluées.

Pour finir, il nous reste à remercier nos investisseurs de leur confiance et de leur fidélité. Ils nous donnent les moyens de travailler sereinement et de continuer à sélectionner des idées d'investissement dans un souci constant de performance.

L'équipe de Gestion

