



FINANCIERE DE L'ECHIQUEUR

la LETTRE d'information

4 FÉVRIER 2011

PÉRIODE DU 31 DÉCEMBRE 2010 AU 28 JANVIER 2011

French paradoxes

En 1991, à l'Université de Bordeaux, le docteur Serge Renaud émet l'hypothèse du « paradoxe français » et met en avant des résultats étonnants : malgré une consommation importante d'aliments riches en matières grasses, la France, et particulièrement la région du Sud-Ouest, présente un taux de maladies cardio-vasculaires très largement inférieur à celui des autres pays développés. La consommation modérée de vin rouge pourrait, selon lui, expliquer cet étrange phénomène. Un reportage sur le sujet dans la très respectée émission *60 Minutes* de CBS provoque alors une augmentation des ventes de vin rouge de plus de 40% en un mois aux Etats-Unis.

Différentes études publiées en ce début d'année mettent en avant notre particularisme hexagonal, les apparentes contradictions statistiques de l'irréductible gaulois. La France compte ainsi pour la première fois de son histoire plus de 65 millions d'habitants. En 1985, elle faisait jeu égal avec le Royaume-Uni ou l'Italie mais, contrairement à ses voisins, la France connaît une croissance démographique régulière et soutenue. Elle dépasse aujourd'hui la population britannique de 3 millions d'individus et les transalpins de près de 5 millions. Record toujours, avec un taux de fécondité de 2,01 enfants par femme en 2010, la France n'a jamais vu naître autant de bébés depuis trente-cinq ans. Et pendant qu'on cherche à percer le secret des Françaises, qui assument maternité et travail tout en jouissant d'une longévité exceptionnelle, certains calculs démographiques promettent la disparition totale de la population allemande d'ici douze générations !

Alors, la France championne de l'optimisme et de la foi dans l'avenir ? Las ! Le Français est aussi le plus grand consommateur d'antidépresseurs au monde. Si le Vietnam obtient la palme de la confiance dans son avenir économique⁽¹⁾, la France décroche la dernière place : 61% de nos compatriotes pensent que 2011 sera une année de difficultés économiques. Record mondial du pessimisme.

Mais nous ne sommes plus à un paradoxe près et, en ce même mois de janvier 2011, l'indicateur INSEE du climat des affaires dans l'industrie hexagonale dépasse largement sa moyenne de long terme et retrouve ses niveaux d'avant crise. Dans le même registre, les créations d'entreprises, notamment encouragées par le statut d'auto-entrepreneur, ont atteint le chiffre record de 622 000 en 2010⁽²⁾. Une fièvre entrepreneuriale jamais vue !

Ces contradictions bien gauloises entre optimisme et pessimisme exacerbés se retrouvent dans la composition du patrimoine des ménages. Au moment où le gouvernement cherche à taxer les actifs non délocalisables, une étude de la Direction du Trésor montre que le patrimoine des Français (10 060 Md€) est composé à 61% d'immobilier et à "seulement" 9% de valeurs mobilières (actions et obligations), détenues en direct ou par le biais de fonds. Quel faible poids pour les "actifs productifs" ! Bien que le taux de propriétaires soit supérieur aux Etats-Unis, l'immobilier ne représente qu'un quart de la richesse des Américains. La quasi-totalité des 30% restants est constituée d'actifs financiers destinés à financer des projets et à préparer l'avenir.

Au moment où l'incertitude sur les retraites devient de plus en plus aiguë, comment croire que l'immobilier ou l'or pourront réaliser le même parcours que celui effectué dans la dernière décennie ? Vous connaissez notre conviction : dénicher les projets et les chefs d'entreprise qui savent allouer au mieux leurs capitaux dans un monde en mouvement n'a rien de paradoxal mais reste le plus sûr moyen de faire grandir son épargne et son patrimoine.

Adoptons donc le « French paradox » : consommer un peu d'actions tous les jours, un excellent remède pour la santé de votre épargne !

(1) Sondage BVA pour *le Parisien*, janvier 2011

(2) Insee, janvier 2011

Didier LE MENESTREL
avec la complicité d'Olivier de BERRANGER



LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT POUR 2011

Les réveillons ont toujours un goût particulier chez les gérants : la performance annuelle est définitivement fixée (de ce point de vue 2010 fut un excellent cru) mais très vite le lendemain de fête arrive, avec ou sans mal de tête. On se souvient que les compteurs ont été remis à zéro, la performance de l'année à venir reste à construire.

Heureusement, le travail a démarré en amont depuis plus de deux mois. Nous réfléchissons à ce qui va faire le succès de 2011, et avons analysé ce qui a fait celui de 2010 et que nous avons anticipé : la croissance mondiale (avec 4,8% elle fut plus qu'au rendez-vous), le dynamisme du modèle allemand (rarement l'Allemagne aura autant surperformé le reste de l'Europe), notre choix délibéré de prêter aux entreprises bien gérées plutôt qu'aux Etats, un choix qui nous a permis de traverser la crise de la dette souveraine grecque puis celle de la dette irlandaise avec une relative sérénité. Même si Pierre Dac affirmait que « *les prévisions sont difficiles surtout quand elles concernent l'avenir* », il est temps d'aborder les thèmes de l'année qui démarre.

Les émergents autrement

La croissance mondiale sera encore au rendez-vous en 2011, les risques souverains perdurent en Europe. A bien des points de vue l'image macro-économique ressemble à celle de l'an dernier. Faut-il en déduire que les portefeuilles doivent avoir la même configuration ? Partiellement seulement, car le prix des actifs évolue sans cesse.

Ainsi le secteur du luxe a-t-il profité à plein du dynamisme émergent (+60% en 2010 pour Bloomberg European Fashion Index). Nous avons sensiblement réduit et parfois vendu nos positions en RICHEMONT ou en LVMH.

Le dynamisme de ces zones restant néanmoins une réalité, nous sommes allés chercher d'autres idées, moins identifiées mais susceptibles de bénéficier de la croissance chinoise. DANONE, dont 48% des ventes vont vers les pays émergents, ou KRONES, une société d'embouteillage allemande qui réalise 18% de son chiffre d'affaires avec la Chine, sont désormais dans les premières lignes d'Echiquier Major et d'Echiquier Agenor.

Des arbitrages que l'on pourrait résumer en une formule : les émergents autrement.

Le retour du "value"

Regarder vers l'Orient ne doit pas nous faire pas oublier des métiers plus locaux. Telecoms, services aux collectivités, banques et assurances européennes, des secteurs qu'il valait mieux ne pas détenir depuis deux ans. Mais après de telles sous-performances, nos gènes "contrarians" se réveillent : devons-nous nous y intéresser aujourd'hui ? Après le passage au tamis fin des valorisations, quelques idées mal aimées font leur entrée. L'assurance, un métier qui combine des valorisations très faibles et une lisibilité meilleure que celui de la banque, rejoint plusieurs portefeuilles: CNP ASSURANCES fait désormais partie d'Echiquier Quatuor, AXA d'Agressor et PRUDENTIAL d'Echiquier Major. La thématique "value", dont l'assurance n'est qu'un exemple, va faire un retour en grâce après deux années placées sous le signe du "tout croissance". Le bon mois de janvier d'Echiquier Quatuor semble d'ailleurs valider ce scénario.

De nouvelles destinations dans les portefeuilles

Parmi les thématiques en déshérence en 2010, les valeurs de l'Europe du

Sud tiennent une bonne place : -17,5% pour le marché espagnol, -13% pour le marché italien, là encore nous sommes en alerte. 2011 a déjà commencé ! Les lecteurs fidèles auront noté que certains de nos portefeuilles ont mis le cap au sud pour acheter de la pêche en Espagne (PESCANOVA) des fabricants de lunettes (SAFILO) ou des fabricants de matériel de signalisation ferroviaire (ANSALDO) en Italie. Après une période de très faible pondération, ce sont désormais six valeurs italiennes qui font partie du portefeuille d'Echiquier Agenor.

En remontant du Sud, nous avons choisi de faire un crochet par l'Angleterre. Notre "stock-picking" nous a permis de sélectionner des sociétés britanniques qui vont profiter des coupures budgétaires des Etats. SERCO ou LOGICA, ces entreprises qui fournissent des solutions d'externalisation, risquent d'être les grandes gagnantes d'une Europe qui se serre la ceinture.

Une énumération méthodique de tous les thèmes que nous privilégierons en 2011 serait fastidieuse, mais vous l'aurez compris au travers des exemples cités, les idées ne manquent pas et la mobilité reste de mise pour les prochains mois.

L'actualité



P. Puybasset

ECHIQUIER GLOBAL Grandes valeurs internationales

Après une fin d'année durant laquelle Echiquier Global a rapidement progressé, la tendance semble s'inverser en ce début 2011. Après avoir atteint un plus haut le 12 janvier, votre fonds perd 2,9% au cours de ce mois mouvementé.

La forte baisse de certains dossiers peut s'expliquer par deux phénomènes. Le premier est l'intensification des pressions inflationnistes liées à la montée des prix des matières premières. C'est le cas du chinois HENGAN (-13%) qui doit augmenter les tarifs de sa gamme de produits d'hygiène pour faire face à la hausse des prix de la pâte à papier. C'est aussi le cas du suisse LINDT (-11,4%) qui doit à la fois faire face à la hausse des prix du cacao et du sucre et à l'instabilité de la Côte d'Ivoire, l'une des principales zones de production de la fève tant recherchée!

La seconde explication est à chercher du côté de la croissance chinoise, remise en question à cause de la politique de crédit plus restrictive de la PBOC. Cette analyse a particulièrement affecté le titre HARBIN POWER (-17,5%) dont les perspectives de vente de turbines électriques seraient touchées. Autre victime, LI-NING (-9,6%), premier concurrent chinois de NIKE et d'ADIDAS, pourrait souffrir d'une contraction de la demande. Ces deux thématiques nous semblent cependant bien appréhendées par nos leaders, qui pourraient renforcer leurs positions au détriment de leurs concurrents plus faibles.

En contrepartie, Echiquier Global a profité tout au long du mois de la bonne tenue de ses investissements dans le secteur de l'internet, un compartiment qui a bénéficié des rumeurs d'introduction en bourse à des valorisations élevées de Facebook, le leader américain des réseaux sociaux. La meilleure performance de votre fonds revient à TENCENT (+20,4%), le groupe chinois leader de la messagerie instantanée et des plateformes de jeux sur internet. TENCENT, l'un des premiers groupes du secteur en termes de capitalisation boursière (34,3 Md€), s'est aussi apprécié grâce à l'annonce d'initiatives pour monétiser sa base de clients (662 millions d'utilisateurs en 2010). Deuxième performance du mois, EBAY (+8,9%) a profité de la publication d'un très bon quatrième trimestre grâce au succès de sa filiale PayPal, qui confirme sa position de leader mondial des activités de paiement en ligne.



D. Lanternier

AGRESSOR Carte blanche au gérant

La banque, l'assurance et les services aux collectivités ont été les grands perdants de l'année 2010. Agressor, dont la stratégie est d'investir à contre-courant se devait donc de revisiter ces secteurs. L'assurance réunit beaucoup de critères que nous apprécions. En particulier, ce métier est valorisé sur des plus bas niveaux historiques puisque bien inférieur à l'actif net comptable. AXA a souffert comme ses concurrents de la crise de la dette des pays d'Europe du Sud et des projets de réforme sur les règles prudentielles. Mais ce groupe a aussi réalisé une performance nettement moins bonne

que celle de son secteur. L'augmentation de capital de 2 Md€ réalisée fin 2009 (à 11,90€) afin de racheter les minoritaires de la filiale asiatique Axa Asia Pacific Holding n'y est pas étrangère. Difficile et très longue à réaliser, cette opération avait finalement semé le doute sur les véritables intentions du groupe et son niveau de capitalisation en avait souffert. Nous sommes convaincus qu'AXA pourrait retrouver les faveurs du marché dès 2011. Loin d'avoir cédé aux chants des sirènes de la bancassurance et des "subprimes", le groupe a formidablement préservé ses fonds propres et ses liquidités. La disparition de son grand concurrent américain AIG est aussi une source d'opportunités de développement. Enfin, la remontée progressive des taux longs devrait permettre à la rentabilité de revenir sur des niveaux normatifs. AXA a donc fait son retour dans Agressor.

S'ils font le bonheur de l'opportuniste, les humeurs du marché permettent aussi de trouver des sociétés de très grande qualité à des prix raisonnables. SCOR, présent dans votre fonds depuis plusieurs années, en a toutes les caractéristiques. Le groupe dirigé par Denis Kessler est le grand vainqueur de la crise dans le monde de la réassurance grâce à une gestion du risque irréprochable. Dernière preuve en date, cette entreprise française n'a aucun investissement parmi les dettes souveraines périphériques. Des compétences qui sont garantes de sa réputation, de son "pricing power" et donc de sa rentabilité. Valorisé 0,9x ses fonds propres, SCOR est une conviction forte de votre fonds.



M. Craquelin - O. de Berranger

ECHIQUIER PATRIMOINE Diversifié prudent

La nouvelle année pour Echiquier Patrimoine débute par une OPA sur FALA. FALA est un actif historique du fonds. C'est une petite capitalisation qui détient des participations dans différentes sociétés du groupe Lesaffre, leader mondial de la levure industrielle. Le groupe Lesaffre, par ailleurs principal actionnaire de FALA avec 55,6% du capital, lance une OPA à 5 390€, soit une prime de 38% sur le dernier cours coté. Voilà une histoire qui illustre la philosophie d'investissement d'Echiquier Patrimoine, une société avec un rendement confortable et pérenne (près de 5% sur les cours d'avant l'OPA) et une sous-valorisation des actifs illustrée par le prix de l'OPA.

Par ailleurs, votre fonds a bénéficié du rebond des valeurs financières. C'est dans l'assurance et la réassurance que l'on observe les rebonds les plus spectaculaires : AXA et SCOR gagnent respectivement 23,6% et 8,4%. Moins visibles mais ne démeritant pas non plus, les différents certificats d'investissement dans les CAISSES REGIONALES DU CREDIT AGRICOLE se sont tous appréciés de 4% à 10% en janvier.

Deux nouvelles lignes ont été initiées en janvier. La première, SAINT GOBAIN, a longtemps été pénalisée par un environnement difficile pour le secteur de la construction mais le groupe est aussi largement exposé au marché de la rénovation résidentielle qui donne des signes patents de rebond ; les chiffres ambitieux du plan 2015 paraissent accessibles. La seconde, EDF, est un investissement qui correspond tout à fait aux caractéristiques d'Echiquier Patrimoine. C'est un choix contrariant puisque le titre a

L'actualité

perdu 26% en 2010. Mais il s'agit aussi d'un portefeuille d'actifs uniques, 58 réacteurs nucléaires en France qui sont sous-optimisés à ce jour. Leur coefficient d'utilisation atteignait péniblement 77,6% à mi-2010. Le rendement de 3,6% au cours actuel a donc une bonne marge de progression.

Sur les taux, la partie court terme d'Echiquier Patrimoine peut bénéficier cette année de la poursuite de la normalisation du marché monétaire. A titre d'illustration, le taux du marché interbancaire à 3 mois (Euribor) se maintient au-dessus de 1% depuis quelques semaines, un niveau modeste en absolu mais que l'on n'avait pas vu depuis juin 2009.

Echiquier Patrimoine progresse de 0,9% sur le mois.



O. de Berranger

ECHIQUIER OBLIG

Obligations d'entreprises en euro

Le FMI vient de relever sa prévision pour la croissance mondiale à 4,4% pour 2011. C'est donc dans un environnement d'expansion soutenue que les marchés obligataires évolueront cette année. Pourtant la zone euro restera sur une croissance bien modeste de 1,5% et c'est la situation des dettes périphériques qui dominera l'actualité. L'émission inaugurale du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) est à cet égard une très bonne nouvelle : près de 45 Md€ de demande pour prêter à 5 ans et demi à moins de 2,90% à la structure chargée de financer le plan de soutien européen à l'Irlande, il s'agit d'un grand succès pour l'Europe. L'importance de la demande asiatique pour cette obligation en euro (près de 40% des montants alloués) témoigne d'une confiance certaine dans l'avenir de la monnaie unique. Il reste aux institutions politiques européennes à transformer cet essai.

Ce sont donc les perspectives de croissance et de stabilisation des dettes périphériques qui ont entraîné une remontée des taux des emprunts d'Etat allemands. Le 5 ans germanique a ainsi vu son rendement passer de 1,84% en fin d'année 2010 à 2,39% aujourd'hui : c'est 120 bp de plus que son plus bas niveau historique de fin août.

Ainsi, une obligation KLEPIERRE à 6 ans, première ligne d'Echiquier Oblig, rapporte un raisonnable 4,35% qui se compare très favorablement aux emprunts d'Etat. La foncière vient d'annoncer un retour à une croissance organique positive de ses loyers de centres commerciaux européens (90% des loyers du groupe) et affiche sa confiance pour l'année en cours.

Echiquier Oblig affiche une baisse de 0,6% sur le mois.



F. Plisson

ECHIQUIER MAJOR

Grandes valeurs européennes de croissance

Les thèmes de marché peuvent changer entre le 31 décembre et le 1er janvier, Echiquier Major, lui, ne change pas : c'est un fonds qui investit sur des valeurs de croissance leader à des prix raisonnables. Croissance, leadership, valorisation raisonnable sont des critères décisifs au moment de faire des choix d'investissements.

La société PRYSMIAN, meilleure performance en janvier (+16,5%) et plus forte pondération du portefeuille (2,7%) respecte à la lettre ces caractéristiques. Ce groupe, leader du câble de spécialité (haute tension, pétrole et gaz et fibre optique), a été mis sur le marché au plus haut du cycle en 2007. Sous la houlette de son président Valerio Battista, PRYSMIAN a démontré sa capacité de résistance dans les marchés difficiles (marge opérationnelle en baisse de seulement 200 points de base). Considéré aujourd'hui dans le secteur comme le "best in class" en terme opérationnel, PRYSMIAN redevient offensif au moment où le cycle des investissements semble reprendre. Avec l'acquisition de l'un de ses principaux concurrents, le hollandais DRAGA, le groupe assoit sa position de leader en concentrant un peu plus ce secteur encore très atomisé. Un cycle qui redémarre dans la haute tension (éolien offshore et interconnexion), un secteur qui se concentre et une valorisation encore très attractive (7x EBE 2012) font de PRYSMIAN un très bon investissement.

Toujours dans un souci de conserver un fort potentiel de hausse dans Echiquier Major, nous avons procédé à des achats à bon compte sur des valeurs qui correspondent à nos critères d'investissement. En effet, dans un marché chahuté pour nos valeurs de croissance, nous avons profité de la faiblesse de certains de nos leaders, à l'image de BRENTAG (-7%), d'UNILEVER (-7,2%) ou de GEBERIT (-8%) pour renforcer nos positions.



J.-N. Roffiaen

ECHIQUIER QUATUOR

Valeurs "value" et de retournement

La thématique "value" a retrouvé les faveurs du marché en ce début d'année, contribuant au bon démarrage d'Echiquier Quatuor (+5,4% en janvier). Certains dossiers délaissés se sont réveillés, parfois brutalement. C'est le cas de CNP ASSURANCES, leader français de l'assurance-vie et grosse pondération de votre fonds (3,2%), qui récupère en un mois l'ensemble du terrain abandonné en 2010. Malgré un gain de 20%, ce titre reste extrêmement peu cher et devrait bénéficier d'un environnement de taux d'intérêt plus favorable. Nous conservons donc précieusement nos actions.

LISI, qui fabrique notamment les boulons et écrous utilisés dans l'assemblage des avions Airbus et Boeing, constitue un autre motif de satisfaction en s'adjugeant 10% depuis le début d'année. Moins connu que les ZODIAC et SAFRAN, cet équipementier conserve des multiples bien raisonnables (1,2x FP et 5,6x EBITDA) au vu des perspectives florissantes du secteur aéronautique. LISI reste donc l'une des convictions fortes de votre équipe de gestion (3,1% du fonds).

Mais l'année ne fait que commencer et il n'est pas question de se laisser griser par quelques succès. Nous gardons un œil critique sur chacune de nos positions et nous avons par exemple décidé de réduire l'exposition du fonds à la société CEMENTS FRANÇAIS, impactée par l'inflation de ses coûts énergétiques et par l'instabilité du marché égyptien. Faut de catalyseur, un dossier "value" peut vite s'enliser. Echiquier Quatuor continuera de se méfier des entreprises dont la faible valorisation est l'unique qualité.



A. de Coussergues

ECHIQUIER AGENOR

Moyennes valeurs européennes de croissance

27 hausses et 26 baisses, janvier fut un mois contrasté pour Echiquier Agenor. Sur la période, votre fonds affiche une baisse de -0,6%, contre -0,4% pour son indice de référence, le FTSE Global Small Caps Europe. Nous pouvons souligner qu'en ce début d'année les valeurs moyennes ont largement sous-performé les grandes valeurs (+5,2% pour le CAC40). Les investisseurs ont privilégié les secteurs "value" délaissés en 2010 (banques, opérateurs télécoms, "utilities") au détriment des titres de croissance, très présents dans les valeurs moyennes et en particulier dans Echiquier Agenor.

Parmi les déceptions du mois, notons le repli de MOTHERCARE (-12,9%), entreprise anglaise spécialisée dans la distribution d'équipements et de jouets pour nouveau-nés. La société souffre d'un environnement économique défavorable outre-Manche qui pèse sur sa croissance et ses résultats, un phénomène amplifié en décembre par les mauvaises conditions météorologiques qui ont affecté tout le secteur de la distribution en Europe. Echiquier Agenor a profité de ces mauvaises nouvelles pour se renforcer et refaire de MOTHERCARE un poids significatif du portefeuille. Notre cas d'investissement réside dans l'attractivité de l'activité internationale de la société. En effet, depuis plusieurs années, le groupe s'est affirmé comme une enseigne de premier rang dans sa spécialité au Moyen-Orient, en Europe de l'Est et en Asie. Sur les 1 262 magasins présents dans le monde aujourd'hui, seulement 30% se trouvent au Royaume-Uni. De plus, le management a récemment annoncé son ambition de doubler le chiffre d'affaires international d'ici quatre ans, en se concentrant sur des pays-clés comme l'Inde, la Turquie, la Chine, l'Indonésie ou l'Australie. Pour ce faire, le groupe s'appuie sur des partenaires locaux expérimentés qui garantissent à chaque fois une forte visibilité sur le plan de développement. A 11,7x le PE12, la valorisation ne tient pas compte de cette perspective.



P. Delécourt

ECHIQUIER JAPON

Valeurs japonaises

Le Japon a profité au cours du mois de janvier d'un afflux de capitaux internationaux : inquiets du resserrement monétaire dans d'autres pays de la zone, les investisseurs ont privilégié la bourse de Tokyo qui s'est ainsi appréciée de 2,3%.

Les fortes hausses constatées sur les prix de certaines matières premières nous ont amenés à réduire notre exposition sur quelques valeurs : BRIDGESTONE, SUMITOMO METAL INDUSTRIES, KEWPIE. Nous avons arbitré notre position sur le secteur bancaire : allègement en MIZUHO et MITSUBISHI au profit de RESONA, dont le cours a fortement baissé depuis plusieurs mois. Allègement également sur certains titres ayant atteint leurs objectifs de cours (GMO INTERNET, RAKUTEN) en faveur de GREE, une autre valeur internet ayant récemment passé un accord avec le premier réseau social chinois, TENCENT.

Notre attention s'est également portée sur les services informatiques : FUJITSU et INES devraient bénéficier à la fois des investissements des entreprises, dont le niveau de liquidités est très élevé, et de grands projets gouvernementaux.



O. de Barrauiger

ARTY

Actifs de rendement - actions et obligations d'entreprises en euro

ARTY a poursuivi en janvier sa stratégie de renforcement de la part investie dans les marchés d'actions européennes pour atteindre 40,4% du portefeuille (actions détenues en direct et exposition action des obligations convertibles). La meilleure performance du mois est réalisée par CNP ASSURANCES qui affiche une progression de 19,6%. Outre l'accalmie sur les dettes périphériques, le leader de l'assurance vie en France bénéficie d'un "effet de ciseau" favorable entre le renouvellement de son portefeuille de placement qui voit sa rentabilité s'améliorer au fil de la hausse des taux longs, et un taux servi aux assurés qui baisse vers 3%. La marge de l'assureur s'en trouve reconstituée et le dividende, qui procure plus de 4,5% de rendement, en est d'autant plus appétissant.

ARTY continue de s'alléger sur la partie "High Yield" et non notée de son portefeuille pour renforcer les meilleures signatures. Nous avons profité du parcours impressionnant des obligations les plus risquées pour nous alléger de 5%, au profit des notations "Investment Grade" (les sociétés les mieux notées par les agences: BBB- ou mieux). L'intérêt relatif de "l'Investment Grade" se trouve en effet renforcé par la remontée des taux. Il est aujourd'hui possible de retrouver des rendements actuariels entre 4% et 5% pour des durées de 5 ans sur ce type d'émetteurs, rendements que nous n'avions pas connus depuis plusieurs trimestres.

ARTY est en hausse de 1,1% depuis le début de l'année.



V. Lassale - J. Berros

ECHIQUIER JUNIOR

Petites valeurs françaises de croissance

Echiquier Junior débute l'année avec un gain de 3,1%, bénéficiant des hausses de SOPRA (+16,7%), NORBERT DENTRESSANGLE (+14,6%), CEGEDIM (+11,7%) ou encore d'APRIL GROUP (+11,1%), un titre que nous avons continué à renforcer en janvier. Le recentrage du groupe sur son activité historique de courtage en assurances se fait à un rythme encore plus important qu'anticipé, ce qui est de bon augure pour la hausse des marges en 2011/2012 et pour l'amélioration de son profil de risque.

Concernant SOPRA, il aura fallu un peu de temps et de patience aux investisseurs pour récolter les fruits de la stratégie du groupe ! Lors de nos premiers achats, SOPRA était à peine valorisé 50% de son chiffre d'affaires, ce qui conduisait "mécaniquement" à ne retenir qu'une valeur proche de 200 M€ pour la partie services informatiques. Cette activité a pourtant généré en 2009 un CA de 910 M€ pour un résultat opérationnel courant de 65 M€ ! Le management du groupe a maintes fois évoqué son ambition de séparer AXWAY (activité logicielle

L'actualité

du groupe) des autres activités de services informatiques, et nous étions persuadés que cette décision stratégique était inéluctable... et souhaitable. Inéluctable pour les dirigeants d'AXWAY, pour son développement, mais aussi pour la motivation des salariés devant faire d'AXWAY l'un des grands éditeurs de logiciels. Inéluctable mais aussi souhaitable pour les actionnaires. En effet, ce "spin off" va permettre de mettre en lumière la véritable valeur du groupe. Malgré la belle progression du titre depuis début 2009 (+130%), Echiquier Junior en conserve un poids important (2,9%), persuadé que la stratégie long terme mise en œuvre par le management est totalement alignée avec les intérêts des actionnaires minoritaires dont nous faisons partie.



D. de Coussergues

ECHIQUIER REAL ESTATE

Valeurs du secteur immobilier

Le "stock-picking" a été efficace en ce début d'année puisque Echiquier Real Estate s'est apprécié de 1,6% lorsque l'indice EPRA Europe a perdu 1,1%. Votre fonds a en effet bénéficié de la très bonne performance des valeurs allemandes.

Longtemps mal aimé, ce marché bénéficie d'un regain d'intérêt. Le comportement des valeurs allemandes immobilières avait été très paradoxal en 2010. Bien que disposant de l'économie la plus forte d'Europe, ce secteur avait été exagérément pénalisé en bourse. Renversement de tendance en janvier, les trois plus forts contributeurs à la performance d'Echiquier Real Estate sont exposés au dynamisme rhénan.

Le premier, GAGFAH, détient un portefeuille de près d'un million de logements. Certes les perspectives démographiques ne sont pas très favorables au marché résidentiel, mais cela nous semble largement intégré dans le cours de bourse (PER 2011 de 10,5, rendement en dividende de 5,4%) et le cours s'est apprécié de 11% en janvier. Le deuxième, DIC ASSET (+9,3% en janvier) est propriétaire d'un portefeuille de 1,8Md€ de bureaux dans les grands centres d'affaires outre-Rhin. Ce patrimoine souffre à l'heure actuelle de 20% de vacance au sein des actifs, mais la location sera facilitée par les créations d'emplois du secteur tertiaire. Enfin, le titre LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS affiche une hausse plus surprenante de 8,7%. Ce petit promoteur, qui réalise l'essentiel de son activité en France, a connu beaucoup de difficultés en Espagne. C'est sa présence en Allemagne (20% de son chiffre d'affaires) qui explique sa bonne performance du mois.

Les valeurs allemandes représentent aujourd'hui 4% du portefeuille. Votre équipe de gestion se mobilise pour dénicher de nouvelles idées d'investissement et faire grossir cette poche en 2011.



C. Bowen

ECHIQUIER AMERIQUE

Moyennes valeurs américaines de croissance

En janvier, Echiquier Amérique a cédé 2,9% alors que le Russell Midcap Growth Index s'est apprécié de 1,1%. Le ralentissement de ce début d'année n'a rien de surprenant quand on sait que certains titres ont retrouvé les sommets de septembre 2008.

ALTERA CORP, première position du portefeuille jusqu'à la fin de l'année dernière, a enregistré un gain de 18% au quatrième trimestre 2010 et a poursuivi sa progression boursière début 2011. Ce producteur de semi-conducteurs continue à faire preuve d'une grande qualité dans l'exécution de son activité et reste parmi nos principales convictions. La forte hausse récemment enregistrée sur ce titre nous a amenés à réduire notre position.

Après une série de bonnes nouvelles fin 2010, les entreprises sensibles à l'univers macroéconomique se sont bien portées. MSC INDUSTRIAL DIRECT COMPANY, distributeur de services de maintenance industrielle (réparation et entretien des produits) a profité de ce climat positif et fut l'un des grands performeurs de 2010. En janvier, après s'être fortement appréciée, cette valeur a souffert d'une prise de profits.



M.A. Verdickt

INVESTISSEMENT ET RESPONSABILITÉ

Les lampes basse consommation ont à peine commencé à remplacer les ampoules à incandescence (progressivement interdites à la vente) que, déjà, une nouvelle génération arrive : les diodes électroluminescentes, plus généralement appelées LED. D'ici à 2020, les LED pourraient représenter 75% du marché de l'éclairage. En effet, leurs avantages sont nombreux : elles consomment 5 à 6 fois moins d'électricité que les ampoules à incandescence et bientôt 3 à 4 fois moins que les ampoules basse consommation, elles ne contiennent pas de mercure, n'émettent pas d'ondes électromagnétiques et surtout ont une durée de vie jusqu'à 30 fois supérieure. Si elles restent aujourd'hui 20 à 30 fois plus chères que les ampoules à incandescence et de deux à quatre fois plus que les lampes basse consommation, les prix devraient rapidement chuter en raison de la forte demande du marché des téléviseurs LCD à rétro-éclairage LED. Voilà qui devrait attirer de plus en plus de professionnels (industrie, bureaux, commerces), soucieux de réduire leur facture énergétique.

Parmi les acteurs qui permettent d'investir sur cette thématique, ZUMTOBEL, société autrichienne spécialisée dans le domaine du luminaire (1,1Md€ de chiffre d'affaires) a des ambitions affirmées concernant le marché de l'éclairage LED à destination des professionnels. Les LED devraient représenter au minimum un tiers du revenu consolidé du groupe d'ici 2015. En gardant le contrôle de la quasi-totalité de la chaîne de fabrication des LED, ZUMTOBEL s'assure la maîtrise de la technologie. Le groupe a ainsi déposé 73 brevets en 2010. Pour relever ce défi industriel important, la nomination récente de Harald Sommerer à la tête du groupe est rassurante. Ancien président de AT&S, société spécialisée dans les circuits imprimés, il a une bonne expérience de "process" industriels de produits électroniques fortement concurrencés par la production asiatique. Ce qui sera également le cas pour les LED. Pour le groupe, le développement des solutions d'éclairage à faible consommation d'énergie est une forte opportunité de développement du chiffre d'affaires et de sa rentabilité. Une opportunité qui n'est encore que partiellement prise en compte dans la valorisation du cours (PE 2012 : 14X).



L'actualité PATRIMONIALE

ŒUVRE D'ART : QUELLE FISCALITE POUR LES PARTICULIERS ?

Au plaisir personnel de posséder des œuvres d'art s'ajoute leur intérêt sur le plan patrimonial. Car même si leur valeur est avant tout fondée sur des critères subjectifs, elles représentent parfois des sommes importantes qui bénéficient d'une fiscalité attractive. Pour cette raison, la loi définit avec précision les œuvres d'art qui ouvrent droit à des avantages fiscaux.

Quelles sont les œuvres d'art exclues de l'assiette de l'ISF ?

La loi énumère les objets d'art, d'antiquité et de collection qui sont exonérés d'ISF. Pour les objets d'art, il s'agit notamment des tapis et tapisseries tissés à la main, des tableaux, peintures et dessins entièrement exécutés à la main, des gravures, lithographies originales tirées de planches entièrement exécutées à la main par l'artiste, des objets d'antiquités, meubles anciens, articles de joaillerie... de plus de cent ans d'âge. La qualification d'objet de collection (livres, véhicules...) repose sur un ou plusieurs critères comme l'ancienneté, la rareté, l'intérêt historique... Ainsi des objets de moins de cent ans d'âge mais qui présentent un réel intérêt artistique ou culturel peuvent être exonérés d'ISF. C'est le cas par exemple de certains meubles Art Déco ou contemporains et d'articles de joaillerie. De même, les photographies sont considérées comme des œuvres d'art si elles sont tirées par l'artiste ou sous son contrôle, signées et numérotées, dans la limite de trente exemplaires. Il convient donc d'être particulièrement vigilant avant de soustraire votre œuvre d'art à l'assiette de votre ISF !

Quelle est la fiscalité sur les plus-values de cession d'œuvres d'art ?

En cas de revente de votre objet d'art, d'antiquité ou de collection pour un prix supérieur à 5 000€, les plus-values éventuelles réalisées sont soumises au choix :

- Au régime d'imposition des plus-values sur biens meubles au taux de 31,3% (prélèvements sociaux inclus), à condition de pouvoir justifier par une facture de la date et du prix d'acquisition de l'œuvre. Si vous choisissez cette option, vous bénéficierez d'un abattement de 10% sur la

plus-value par année de détention à partir de la deuxième année. Ainsi, la plus-value est totalement exonérée au bout de douze années.

- A une taxe forfaitaire de 5% du prix de vente.

Quels sont les droits de succession sur les œuvres d'art ?

Lors d'une succession, les biens du défunt sont évalués à leur valeur réelle. Par exception, les droits de succession sur les meubles meublant (ceux qui servent à l'ornement d'un appartement) peuvent être établis sur la base d'un forfait égal à 5% de l'actif successoral. Sauf s'il s'agit de collections placées dans des galeries ou des pièces particulières, les tableaux, objets d'art ou meubles anciens constituent des meubles meublant et peuvent donc bénéficier de ce forfait mobilier de 5%. Une façon d'en limiter la valeur lors d'une transmission successorale.

Comment régler certains impôts avec des œuvres d'art ?

La dation en paiement permet de payer tout ou partie de certains impôts (droits de succession, de donation, ISF) par la remise d'une œuvre d'art à l'Etat. Votre œuvre doit toutefois revêtir une grande valeur artistique ou historique. Si l'Etat consent à la dation, votre dette est automatiquement éteinte à hauteur de la valeur de l'œuvre d'art qui intègre les collections nationales.

Quel est l'avantage fiscal d'acquérir des œuvres d'art pour une entreprise ?

Pour les entreprises, les achats d'œuvres d'artistes vivants sont déductibles du résultat imposable si elles sont exposées dans les lieux accessibles aux salariés et aux clients. Cette déduction est pratiquée par fractions égales pendant cinq ans et ne peut excéder au titre de chaque exercice la limite de cinq pour mille du chiffre d'affaires.

Les œuvres d'art offrent de nombreux avantages fiscaux. Pour autant, ce sont d'abord des objets de plaisir destinés à ceux qui disposent déjà des outils incontournables de la gestion de patrimoine et surtout qui n'ont pas besoin de revenus complémentaires.

N'hésitez pas à questionner Avy Amiel au 01 47 23 99 48

Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chacun ; il est susceptible d'être modifié.

CONTACTS

Investisseurs particuliers

Nadège SYLVESTRE
01 47 23 55 23
nsylvestre@fin-echiquier.fr

Investisseurs institutionnels et Allocataires d'actifs

Célia JACQUETON
01 47 23 96 52
cjacqueton@fin-echiquier.fr

"Pour assurer l'envoi du présent document, certaines informations nominatives vous concernant font l'objet d'un traitement automatisé. Conformément aux dispositions de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978, vous disposez d'un droit d'accès et de rectification que vous pouvez exercer auprès de notre société. Si vous ne souhaitez plus recevoir le présent document vous pouvez nous le faire savoir en nous écrivant."



FINANCIERE DE L'ECHIQUIER

53, AVENUE D'IEANA - 75116 PARIS - TEL. : 01 47 23 90 90 - FAX : 01 47 23 91 91

www.fin-echiquier.fr

SOCIETE DE GESTION DE PORTEFEUILLE AGREEE PAR L'A.M.F. N° GP 91004