

Chers Investisseurs,

L'écriture d'une lettre mensuelle est toujours un exercice périlleux pour le gérant. Tresser des louanges à une entreprise de votre portefeuille, avec le risque qu'elle fasse un avertissement sur résultats dans les trois jours qui suivent l'écriture du papier ; espérer en une fin de cycle de hausses de taux, tout en craignant une nouvelle hausse à la réunion qui suit ... autant d'exemples bien connus qui tendent tous à démontrer la difficulté de la chose. Le marché n'est jamais tendre avec les bavards. Alors, quand en milieu de semaine dernière, je m'apprêtais à coucher mes idées sur le papier, je m'attendais à ce que cette lettre ne fasse pas exception. De là à imaginer la violence des mouvements de ces derniers jours...

Bien évidemment, à grand renfort d'articles, d'interviews et de commentaires, tous les intervenants du marché se succéderont pour annoncer, une fois de plus, la fin du monde, ou à tout le moins, du monde financier. Alors, quitte à être une fois de plus contrariants, prêtons-nous au jeu de l'espoir et tâchons de nous (r)accrocher à ce que l'Histoire (des marchés financiers) nous enseigne comme leçons.

Sur les 75 dernières années de bourse, les marchés actions (nous parlerons ici du S&P 500, l'indice le plus liquide et le plus représentatif) ont connu pas moins de 21 occurrences de baisse rapide supérieures à 15%, pouvant aller jusqu'à 57% (crise des *subprimes*) ou encore plus récemment de 25% (au moment du covid). Pour autant, le taux de rendement annuel moyen du S&P sur la période est de 11,3%. Ces périodes de forte baisse ne sont bien entendu jamais des parties de plaisir pour l'investisseur, mais l'Histoire a montré qu'elles sont souvent l'occasion d'une remise à plat des idées. Il est essentiel de comprendre que les marchés actions sont par essence exubérants puisqu'ils ne sont que la représentation de l'ensemble des positions des intervenants. Seul le temps long lui permet de corriger ces excès et de montrer, sur une période d'au moins cinq ans, une performance analysable. Lorsque nous évoquons les excès, il s'agit des excès positifs (valorisations excessives, effets de mode sur des titres ou une thématique) mais aussi des excès négatifs (aversion pour le risque, ruée vers les titres obligataires ou le monétaire, désertion d'une zone géographique).

Ces observations historiques ne doivent toutefois pas laisser penser qu'il suffit de regarder le marché dans les yeux et attendre le fameux « retour à meilleure fortune ». Ces périodes sont une occasion donnée à chaque investisseur de revisiter les fondamentaux de son portefeuille. Suis-je à l'aise avec mes valeurs ? Mon portefeuille est-il idéalement positionné pour profiter du rebond quand celui-ci se produira ? Ces questions sont celles que tout gérant se pose de manière très régulière mais tout spécialement dans ces périodes de turbulence.

Il faut donc capitaliser sur la seule certitude que les marchés financiers nous permettent d'avoir : l'appréciation sur le long terme de la valeur d'une entreprise, et donc de son cours de bourse, résulte de l'accumulation des bénéfices par action, et de l'utilisation que l'entreprise en fait. Aussi, se recentrer sur les plus jolis *business models*, sur les entreprises les mieux gérées, celles qui ont su démontrer par le passé leur capacité d'adaptation et de résilience, doit être au cœur de notre réflexion.

Le temps long permet en effet à la magie des intérêts composés d'opérer, à la condition que les entreprises sélectionnées délivrent opérationnellement. Et que les investisseurs soient en mesure d'assumer la volatilité intrinsèque, car, comme le dit Warren Buffet « les marchés financiers sont un instrument permettant le transfert de richesses des impatientes vers les investisseurs patients ». Alors tâchons de faire partie de ceux-là, de continuer à croire dans nos entreprises et dans leur capacité à poursuivre leur développement. Notre philosophie d'investissement a porté de beaux fruits depuis plus de quinze ans dans votre fonds, prouvant qu'elle est créatrice de valeur. C'est précisément dans ces moments compliqués qu'il est important d'y rester fidèle.

Gérant
Louis PUGA

