

LE POINT DE VUE DU GERANT

MARS 2023

Chers investisseurs,

Le mois de février qui vient de se terminer a été extraordinairement riche en enseignements pour tout investisseur cherchant à créer de la valeur à moyen/long-terme. Après un démarrage en trombe en janvier (+9.3% pour l'Eurostoxx), le marché est revenu à davantage de mesure ce mois-ci (+2%). Mais au-delà des performances, qu'il convient de ne pas trop scruter sur de petits horizons de temps, il semble particulièrement intéressant d'analyser les ressorts de l'évolution des marchés, qui sont tout autant d'enseignements quant à la philosophie de gestion à appliquer dans vos investissements à long terme.

Tout d'abord, les bonnes nouvelles en provenance de Chine, avec ce que la littérature journalistique appelle la « réouverture chinoise » post Covid, a fortement bénéficié aux acteurs du Luxe mais pas seulement. Ceci doit nous rappeler l'importance d'être exposé au travers de nos investissements aux entreprises avec de fortes ambitions de développement à l'international, notamment dans les zones de forte croissance. D'où la nécessité de choisir des entreprises dont le chiffre d'affaires est majoritairement réalisé à l'export, ce qui leur permet de capter le différentiel de potentiel de croissance entre l'Europe et l'Asie ou les Etats-Unis. Peu importe le secteur choisi, il convient de trouver les entreprises les mieux positionnées pour cela.

Ensuite, le mois de février a été également marqué par le flux de publications trimestrielles (T4) et annuelles des entreprises. Le bilan est relativement mitigé, notamment en ce qui concerne les anticipations pour 2023, illustrant le manque de visibilité par rapport au durcissement des politiques monétaires un peu partout sur la planète. Un point notable est la difficulté de nombreuses entreprises à tenir leurs marges. Ces entreprises se trouvent souvent dans des secteurs très concurrentiels et leur positionnement ne leur permet pas de passer les hausses de prix nécessaires à la préservation de leur rentabilité.

Cette difficulté risque d'ailleurs d'être encore plus prégnante en 2023. Il est donc intéressant de noter que les entreprises qui ont conservé leurs marges sont celles qui disposent réellement d'un fort *pricing power*. Parmi celles-ci vous retrouverez bon nombre d'entreprises présentes dans votre fonds. Il convient donc d'être très attentif au positionnement de chacune des entreprises dans lesquelles vous investissez, en étant certain de la qualité intrinsèque de celles-ci et de leur pouvoir sur les prix en n'oubliant pas que la singularité de leurs produits (positionnement de niche notamment) est précisément ce qui leur confère ce pouvoir.

Enfin, dernier enseignement de ce mois de février, les publications des chiffres d'inflation, dans de très nombreux pays, ont montré un petit redémarrage alors que la tendance générale était plutôt à un ralentissement ces derniers mois. Une fois de plus, si l'on scrute sur un horizon de temps court ces données, il est impossible d'investir car la vérité d'un jour est très rarement celle du lendemain en macro-économie. Cela souligne, une fois encore, l'importance de se tenir à l'écart du *market timing*. Il est impératif d'avoir l'humilité de reconnaître qu'il est vain de vouloir anticiper ces mouvements sur lesquels nous n'avons aucune prise. Tout au contraire, concentrons-nous sur la qualité intrinsèque des entreprises que nous sélectionnons en tâchant de choisir celles avec les fondamentaux les plus solides (exposition à l'international, *pricing power*, faible endettement, ROE élevé) qui offrent la meilleure visibilité. Ceci souligne également un point crucial dans vos investissements : la constance, qui est mère de toute création de valeur.

En conclusion, il me semble utile de rappeler la dichotomie actuelle entre la performance boursière et la performance opérationnelle des entreprises présentes dans le portefeuille. Après les publications de février, nous savons désormais que les profits du portefeuille ont crû de 22% en 2022, contre 19% attendu en début d'année 2022. Dans le même temps les cours se sont considérablement repliés. Une raison supplémentaire de rester fidèles à notre philosophie de gestion et d'attendre dans la sérénité l'inévitable retour de la corrélation entre ces deux éléments. Pour reprendre Warren Buffet : *A court terme, le marché est une machine à voter. A long terme c'est une machine à peser.*

Gérant
Louis PUGA

