

Le 15 juin 2011

« Le président : "... les faits sont là : le taux de chômage atteint des niveaux catastrophiques, du jamais-vu dans notre pays ; la bourse continue de s'effondrer vers les profondeurs atteintes en 1929 ; parmi nos belles et nos plus importantes entreprises, certaines ont fait faillite... " Monsieur Chance : "tant que les racines sont indemnes, le jardin refleurira... la croissance sera là comme à chaque printemps..."» Bienvenue Monsieur Chance, Jerzy Kosinski, 1970

Cher Investisseur,

Le 6 juin 2011, votre fonds Valeur Intrinsèque a fêté ses dix ans d'existence. Dix ans "de bruit et de fureur", avec comme point de départ l'éclatement de la bulle Internet suivi des attentats du 11 septembre et, à l'arrivée, la crise hypothécaire américaine, qui mute en une crise financière mondiale, pour aujourd'hui provoquer la quasi-insolvabilité de certains états Européens.

2001-2011, c'est aussi la décennie qui vient contredire les discours conventionnels sur l'investissement en actions. Nous avons pourtant appris sur les bancs de l'école que les actifs dits risqués généraient une rentabilité supérieure à ceux plus sûrs et moins volatils. Ce principe reposait sur les recherches d'économistes renommés, comme Harry Markowitz ou William Sharpe. Ceux-ci furent d'ailleurs récompensés en 1990 par le prix Nobel d'économie pour leurs travaux en la matière. Et en dix ans, cette vérité prétendument indiscutable (nous avons quant à nous cessé d'y croire dès le début des années 1990) s'est effondrée, un peu à l'image du mur de Berlin entraînant, en novembre 1989, dans sa chute de vieilles idéologies d'un autre siècle. De 2001 à 2011 (on aurait d'ailleurs pu écrire de 1998 à 2011), investir en bourse n'a le plus souvent permis d'accumuler que des moins values latentes ou des déficits fiscaux reportables, mais de profits, point.

Il faut reconnaître que la période a non seulement remis en question le postulat de la surperformance à long terme des actions mais aussi la notion d'actifs sans risque : à l'heure où les États-Unis voit leur notation AAA potentiellement remise en cause (mise sous surveillance négative par Moody's et Standard & Poor's en avril 2011...) et après les quasi-faillites de groupes comme AIG, pourtant longtemps AAA lui-même, on peut comprendre, sans nécessairement l'approuver, la popularité grandissante de l'or valeur-refuge et des actifs dits "réels" comme les matières premières ou, en France, l'immobilier. D'autant que, d'après certains, l'inflation sera bientôt de retour. Bien que peu enclins à lire dans le "marc de café" de la statistique économique, nous sommes, nous aussi, préoccupés par le niveau actuel des déficits budgétaires, du jamais vu même en période de guerre froide ou de seconde guerre mondiale, mais encore plus par la difficulté à sevrer le consommateur de la manne du crédit facile. Comment les sociétés occidentales réussiront-elles à sortir de cette impasse apparente ? La réponse qui sera apportée à cette question décidera du réel retour, ou non, de l'inflation. Quoiqu'il en soit, et pour ceux qui pourraient l'avoir oublié, inflation ou pas, le veau d'or n'a jamais rien produit, ni lait ni descendance. Et aux dernières nouvelles, sa chair n'est toujours pas comestible.

Quant à la place dans une stratégie d'investissement des matières premières à usage industriel ou domestique (métaux ferreux, pétrole,...) dont l'utilité économique est avérée, notre opinion est moins tranchée. Mais cette classe d'actifs se situant clairement en dehors de notre domaine de compétence, nous préférons nous concentrer sur des sociétés dont, quelle que soit la gravité de la crise économique actuelle et de ses conséquences, il est très probable qu'elles seront toujours là dans dix ou vingt ans et encore plus profitables. Par exemple, la demande de produits de soins dentaires (dentifrices, brosses et fils à dents, etc.) sera presque certainement beaucoup plus élevée en 2021 qu'aujourd'hui et les leaders actuels devraient voir leur part de marché et leur rentabilité renforcées, dans un secteur où les marques de distributeurs ou les premiers prix n'ont jamais réussi à percer. Ainsi, la société Colgate Palmolive représente-elle aujourd'hui une des principales positions du portefeuille.

De bonnes raisons de célébrer les dix ans de Valeur Intrinsèque

Pendant dix ans, nous avons continué d'appliquer notre méthode de gestion sans céder à l'appel des sirènes de secteurs ou de sujets que nous ne maîtrisions pas (petites capitalisations françaises en vogue de 2004 à 2007, valeurs pétrolières très à la mode en 2006-2007, pays émergents...). Nous n'avons pas non plus cédé aux paniques que ce soit celle qui a accompagné le dégonflement de la bulle internet et les attentats du 11 septembre ou celle qui a caractérisé la crise des "subprimes" et ses avatars actuels. Au contraire, nous avons à chaque fois mis à profit la turbulence des marchés financiers pour améliorer le profil de rentabilité du portefeuille, achetant quand la peur du risque était la norme et allégeant nos positions les moins prometteuses quand l'euphorie boursière gagnait jusqu'aux investisseurs les plus conservateurs.

Notre parcours, pendant cette période, n'a pourtant pas été sans faute. Sans doute aurions-nous pu, rétrospectivement en tout cas, mieux appréhender le caractère cyclique de la prospérité économique des années 2004-2007, valoriser en conséquence les valeurs en portefeuille de manière plus conservatrice et, ainsi, réduire la partie investie en actions dès 2007.

Ce qui nous aurait permis de profiter, plus encore que nous ne l'avons fait, des opportunités exceptionnelles d'achat de titres provoquées par la dislocation des marchés financiers à l'automne 2008. On essaiera de s'en souvenir quand, inéluctablement, la prochaine crise surviendra.

Grâce à notre "boussole méthodologique", articulée autour de trois concepts : indépendance dans la recherche et l'analyse, exigence de marges de sécurité élevées et valorisation intrinsèque, notre gestion du fonds Valeur Intrinsèque a généré une surperformance significative sur les dix dernières années. Cela illustre encore une fois que si les circonstances servent souvent d'alibis à l'échec, les choix individuels peuvent singulièrement infléchir le cours des choses.

En tout cas, alors que pour beaucoup d'investisseurs 2001-2011 fut une décennie perdue, les porteurs de parts qui ont su nous accompagner sur la durée célèbrent au terme de ces dix mêmes années des gains significatifs.

	Performances à 3 ans	Performances à 5 ans	Performances à 10 ans	Date de création
Valeur Intrinsèque (part P)	+26,2%	+19,0%	+80,5%	6 juin 2001
<i>MSCI World (EUR) dividendes réinvestis</i>	<i>-2,4%</i>	<i>+0,4%</i>	<i>-14,7%</i>	

*au 6 juin 2011. Les performances des fonds Pastel & Associés peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles d'indices boursiers, fournies ici à titre purement indicatif. En outre, ces performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Avant tout investissement, les prospectus simplifiés de nos OPCVM doivent être impérativement consultés. Ils sont disponibles sur le site de la société www.pastel.fr

Votre fonds commence sa onzième année dans un climat encore une fois délétère, où l'on entend parler de risque de faillite étatique ou de dérive inflationniste possible. Et pourtant nous restons confiants dans le potentiel de rentabilité à long terme de votre fonds. Notre méthodologie d'investissement a fait ses preuves et tant que nous resterons disciplinés, en continuant de gérer à long terme un portefeuille concentré autour de positions-clé (en moyenne 25 valeurs), les mêmes causes produisant les mêmes effets, nos performances devraient être au rendez-vous.

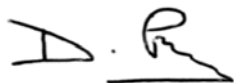
Mais nous sommes aussi, plus généralement, optimistes. Car si les années de vaches maigres sont réputées durer normalement sept ans, les marchés boursiers occidentaux entament en 2011, au minimum, leur dixième année de jachère. Les économies dites développées sont pourtant encore riches de talents, d'entreprises dynamiques, bien gérées et ouvertes sur le monde, en particulier sur les pays émergents. Elles disposent aussi d'avantages cruciaux dans la période actuelle, à savoir des institutions stables conçues pour traverser les crises, ainsi qu'une tradition, vieille de plus de 60 ans maintenant, de gestion pacifique et constructive des contradictions sociales et politiques.

C'est pourquoi nous pensons que si nous avons pu dans une décennie aussi difficile que le furent les années 2001-2011 enrichir nos investisseurs, nous devrions, dans une période boursière plus propice, être capables de produire des niveaux de rentabilité à long terme encore plus élevés.

Mais puisque seul l'avenir pourra infirmer ou confirmer ce pronostic optimiste, donnons-nous rendez-vous dans dix ans pour un nouveau point, à l'occasion du vingtième anniversaire de ce qui, nous l'espérons, sera toujours votre fonds.

En vous remerciant encore pour votre confiance, et en particulier ceux d'entre vous qui ont su nous accompagner dès le lancement du fonds.

Bien sincèrement,



David Pastel

Avertissement :

Les analyses exprimées ici, ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente et ne reflètent que l'opinion de la société de gestion au moment de leur rédaction, en fonction des informations à sa disposition à cet instant. Cette opinion peut changer, à tout instant, sans que la société de gestion n'ait à en aviser les lecteurs du présent courrier. Par conséquent, la société de gestion n'est pas responsable de l'utilisation à des fins transactionnelles ou dans tout autre but, par le lecteur de ce document, des informations contenues dans ce courrier et des documents joints.

Les performances des OPCVM de Pastel & Associés peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles d'indices boursiers, fournies ici à titre purement indicatif. En outre, ces performances passées ne préjugent pas des résultats futurs.

Les données quantitatives fournies dans ce document sont ajustées et retraitées selon les méthodes de la société de gestion et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Pastel & Associés est une société de gestion de portefeuille indépendante, réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément AMF : GP 97-108).