

La lettre de Pastel & Associés

Le 24 octobre 2008

Investir maintenant ?

Nous n'avons pas pour habitude de revendiquer à chaque instant notre filiation avec Warren Buffett.

Nous ne cherchons pas cependant à dissimuler que notre méthodologie d'investissement est dans la lignée de celle initiée par John Maynard Keynes et prolongée avec des variantes par Benjamin Graham, Philip Fisher et Warren Buffett.

Sur ce point, et pour un exposé détaillé de notre méthodologie d'investissement, nous vous invitons à consulter le document intitulé "**22 questions à David Pastel**" disponible sur notre site internet www.pastel.fr.

De par ses caractéristiques, la situation présente est tellement "Buffettienne" qu'il est bon de se remémorer que c'est dans ce type de configuration que le "sage d'Omaha" a construit sa fortune.

C'est ce à quoi il s'applique une fois encore en investissant massivement, fidèle en cela à l'un de ses célèbres aphorismes : « **C'est quand les autres ont peur qu'il faut se montrer avide et lorsqu'ils sont avides qu'il faut avoir peur** ».

La situation actuelle des marchés et plus précisément le caractère très bon marché d'un certain nombre de sociétés d'une qualité exceptionnelle s'expliquent probablement par des phénomènes récurrents dans ce type de situation.

- Une propension au pessimisme,
- Une peur à la fois engendrée et mesurée par la volatilité observée sur les marchés,
- Des phénomènes de flux liés à la nécessité pour certains acteurs de déboucler dans l'urgence leurs positions.

Il est bien entendu hors de question de nier l'ampleur, l'originalité et la gravité de la crise actuelle.

Il convient cependant de se rappeler que la peur comme d'ailleurs l'euphorie s'auto-alimentent. Ce qui conduit à répandre l'idée selon laquelle la situation présente est d'une tout autre nature que tout ce que l'on a pu voir jusqu'alors.

Le monde a surmonté dans le passé nombre de crises extrêmement graves sachant par ailleurs que des situations exceptionnelles appellent souvent des mesures exceptionnelles, inimaginables en temps normal.

Si l'on considère raisonnablement que cette crise, si grave soit-elle, finira par être surmontée, que convient-il de faire en tant qu'investisseur ?

Plus que jamais selon nous, plutôt que d'investir dans les marchés, il convient de se placer dans une logique de pur investissement à long terme. Et ce, à travers **le choix d'un nombre limité de sociétés sélectionnées en fonction de leur valeur économique à savoir : leur capacité à défendre leurs parts de marché et à maîtriser leurs coûts dans des environnements économiques aussi bien favorables que défavorables.**

Quelles sont les principales caractéristiques de la plupart des sociétés que nous avons aujourd'hui en portefeuille ?

- **Leur structure financière est solide** et leur niveau d'endettement raisonnable au regard de leur capacité à générer des cash flows à travers les cycles économiques.
- **Leur business model a fait la preuve de sa rentabilité** sur des périodes longues, ce qui se traduit par des niveaux moyens de marges opérationnelles, de retour sur fonds propres et capitaux permanents généralement supérieurs à ceux de leurs concurrents.
- **Elles bénéficient de positions concurrentielles importantes et durables** qui sont susceptibles de leur permettre de préserver, voire même d'accroître leurs parts de marché vis-à-vis de concurrents affaiblis par les conséquences d'un éventuel ralentissement économique prolongé.
- **Elles ont à leur tête des dirigeants expérimentés**, le plus souvent impliqués dans le capital et donc liés à leur devenir à long terme.

Si l'on compare le niveau actuel des cours avec notre estimation de la valeur intrinsèque de ces sociétés, on constate l'existence de **marges de sécurité élevées**, ce qui signifie qu'à **un horizon de 5 ans et plus :**

- **le risque en capital apparaît faible.**
- **le potentiel de gain apparaît très élevé.**

Reste la question : les cours de ces sociétés peuvent-ils encore baisser dans les prochaines semaines ou les prochains mois ?

Il n'y a pas, d'après nous, de réponse rationnelle à cette question.

D'un côté, il y a **ce qui est, à nos yeux, tangible : les cours actuels d'un certain nombre de sociétés exceptionnelles sont très bon marché** comparés à notre estimation de leur valeur intrinsèque.

De l'autre, **ce qui est, selon nous, hypothétique : des prévisions sur les fluctuations à venir des cours de bourse** qui obéissent à court terme à un jeu d'anticipations mouvantes et instables.

Plutôt que de demeurer prisonnier de prévisions hypothétiques, l'investisseur ne devrait-il pas privilégier ce qui est tangible ? Et se souvenir que les marchés, souvent irrationnels à court terme, sont rationnels à long terme, ce qui signifie que les cours de bourse finissent généralement par rejoindre la valeur intrinsèque des entreprises.

Une solution peut consister à investir progressivement à un rythme qui dépendra du degré d'aversion de chacun pour le risque de fluctuation à court terme de son capital.

Et démentir par là même cet autre aphorisme de Warren Buffett : « **Les marchés financiers sont les seuls marchés où quand il y a des soldes, il n'y a pas d'acheteurs** ».

Bien sincèrement,

David Pastel

Avertissement :

La lettre de Pastel & Associés livre à ses lecteurs les réflexions ou analyses de David Pastel et ses équipes en matière d'investissement. Elle est publiée de temps à autre sans obéir à un calendrier précis.

Les opinions qui y sont exprimées ne constituent ni une garantie, ni un élément contractuel, et peuvent se révéler erronées pour de multiples raisons ou la survenance de circonstances non anticipées.

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