

## La lettre annuelle 2009

Le 4 janvier 2010

Cher Investisseur,

En 2009, comme lors des crises financières précédentes de 1998-1999 et de 2001-2003, la "force de rappel" inhérente à notre méthodologie d'investissement s'est à nouveau manifestée avec des performances pour nos OPCVM toutes supérieures à 50% sur l'exercice.

La période récente vient une fois de plus de démontrer qu'il est extrêmement difficile, voire impossible, de prévoir jusqu'où les cours de bourse peuvent baisser et à quel moment ils sont susceptibles de remonter. C'est pourquoi notre approche de gestion privilégie plutôt la notion de valeur intrinsèque des sociétés. Approche qui s'avère particulièrement performante et robuste dans la durée comme l'attestent les résultats obtenus par nos fonds les plus anciens.

	Performances 2009	Performances depuis la création	Date de création
<b>Valeur Intrinsèque (part P)</b>	<b>+57,2%</b>	<b>+54,7%</b>	<b>6 juin 2001</b>
<i>MSCI World (EUR) dividendes réinvestis</i>	+26,7%	-25,6%	
<b>Margin of Safety Fund (USD) (part P)</b>	<b>+69,9%</b>	<b>+240,0%</b>	<b>2 février 1998</b>
<i>MSCI World (USD) dividendes réinvestis</i>	+35,6%	+55,7%	

\*du 31/12/2008 au 31/12/2009 pour Valeur Intrinsèque (part P) et du 24/12/2008 au 31/12/2009 pour Margin of Safety Fund (USD) (Part P). 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.

Avec plus de 250 millions d'euros sous gestion, une équipe d'analyse financière et de gestion renforcée, et une méthodologie éprouvée, nous célébrerons en 2010 notre douzième anniversaire d'existence, toujours plus convaincus de la valeur ajoutée que nous apportons à nos clients investisseurs.

Nous pensons que dans le contexte économique et boursier actuel, les notions de valorisation intrinsèque, d'indépendance de la recherche et de l'analyse financière et de marges de sécurité sont plus que jamais à l'ordre du jour. En 2010, nous continuerons, comme nous l'avons toujours fait depuis 12 ans, à gérer nos portefeuilles avec la même discipline, la même méthodologie et la même indifférence aux modes et aux thématiques du moment.

## **I. 2009 : la poursuite de la crise financière et économique :**

La crise que nous subissons encore aujourd'hui aura révélé de graves dysfonctionnements du système financier. Trois d'entre eux méritent que l'on s'y arrête :

### a) Le poids devenu excessif des services financiers dans l'économie.

En 1980, l'activité financière représentait 3,4% du PIB aux Etats-Unis, 5,8% au Royaume-Uni et 4,9% en France. En 2007, cette même activité en représentait respectivement 5,9%, 8,0% et 5,5%.

Cette hypertrophie de la sphère financière s'est accompagnée d'un déclin préoccupant des cultures d'entreprises du secteur. La notion de responsabilité vis-à-vis de leurs clients et de leurs actionnaires a été littéralement mise à l'encan, à la fois par les collaborateurs et par les dirigeants de la plupart de ces institutions. En outre, un sentiment inquiétant d'impunité et d'amoralité semble avoir progressivement envahi ces structures.

On se souviendra encore longtemps de la déclaration stupéfiante, au Financial Times, de Chuck Prince, PDG de Citigroup au printemps 2007, faisant simultanément allusion à la syndication de crédits LBO (cf : paragraphe "Des bulles en attente d'éclatement ?") et au jeu des chaises musicales : "Tant que la musique est bonne, vous devez être debout et danser. Et aujourd'hui nous continuons à danser".

Moins connu en dehors de l'univers des banques d'affaires, mais plus incriminant, l'acronyme souvent utilisé par leurs collaborateurs (banquiers, "traders",...) pour commenter une transaction risquée mais génératrice de profits à court terme et donc de bonus : IBGYBG, pour "I'll be gone, you'll be gone" ou "je serai parti et vous serez parti" (une fois que les conséquences de la transaction apparaîtront en pleine lumière).

Encore plus préoccupante est la résistance opposée aujourd'hui par ces milieux à une réforme radicale de leur fonctionnement. Pourtant, sans remise en cause des modes de rémunération et des niveaux acceptables de prise de risque, la crise actuelle pourrait n'être qu'un préambule à une catastrophe systémique aux conséquences sociales et politiques difficilement mesurables.

Or aujourd'hui, toute tentative de réforme se heurte à une opposition inflexible s'appuyant sur des lobbys très puissants, en particulier à Washington. On peut citer en vrac la fronde des collaborateurs d'AIG Financial Products exigeant des bonus élevés au titre de 2008 et 2009, alors même que leur employeur est toujours sous perfusion de l'état fédéral et a contribué par ses errements à provoquer une crise, aux conséquences en matière de chômage, particulièrement grave. Et que penser des 11,4 milliards de dollars provisionnés par Goldman Sachs au titre de la rémunération de ses 31 000 collaborateurs pour les neuf premiers mois de son exercice 2009, sous prétexte que les avances du Trésor et de la Federal Reserve réalisées en 2008 ont été remboursées pendant l'année ? C'est oublier un peu vite que sans l'intervention des autorités gouvernementales nord-américaines, le système financier tout entier aurait sombré en 2008, et Goldman Sachs avec lui.

Il n'aurait alors plus été question de primes pour les collaborateurs de la célèbre banque d'affaires, mais plutôt de droits aux allocations chômage de l'état de New-York.

- b) Des approches universitaires et professionnelles du risque et de la valeur ajoutée financière complètement inadaptées, voire erronées.

Nous ne serons pas les premiers à le dire. Mais il est incontestable que l'Université aura contribué de manière déterminante aux débordements financiers de ces dernières années. Citons quelques exemples :

Le recours accru aux "dérivés de crédit" est allé de pair avec, et n'aurait pas été possible sans, la mise au point par des universitaires de renom de modèles de valorisation facilitant leur utilisation par le système financier.

Ces modèles supposent que les lois de distribution des rendements des actifs financiers obéissent à des lois normales ou log-normales, alors que des tests statistiques élémentaires démontrent le contraire (voir les travaux de Benoît Mandelbrot). On peut d'ailleurs s'interroger sur la pertinence d'appliquer des techniques probabilistes à l'analyse des comportements des cours de bourse...

La qualification par Warren Buffett, en 2002, des produits dérivés d'"armes de destruction financière massive" avait, à l'époque, provoqué les sarcasmes de la profession. Après les faillites ou quasi-faillites de Lehman Brothers, Merrill Lynch et AIG cette expression résonne aujourd'hui de manière étonnamment prophétique.

On peut encore citer, comme autre dérive, l'utilisation systématique, ces dernières années, de la VAR (Value At Risk) afin de mesurer le risque maximum de perte des bilans et hors-bilans bancaires. Fondée sur une hypothèse de stabilité des corrélations entre prix des actifs financiers, cette approche a contribué, elle aussi, à l'éclatement de la crise en conduisant à une sous-estimation des risques pris par les institutions financières. Bien que régulièrement contredite par l'expérience (en particulier lors de la quasi-faillite du fonds LTCM en 1998), cette pratique est pourtant encore la norme dans les départements de contrôle des risques de la plupart des institutions financières.

Une telle obstination dans l'erreur est difficile à comprendre. Les relations étroites entre milieux universitaires et secteur financier ne sont sans doute pas étrangères à cette situation. Ainsi, l'utilisation par le secteur privé de modèles et techniques mis au point par les départements universitaires et leurs professeurs représente pour ceux-ci une validation de leur travail et une source non négligeable de revenus sous forme d'honoraires de conseils et de bourses de recherches ("grants"...).

La tyrannie de l'alpha constitue un autre exemple de l'application de concepts mathématiques non-pertinents à une réalité financière rebelle.

Soucieux de mieux comprendre le fonctionnement des marchés financiers, les universitaires nord-américains des années 1950-1960 (Markowitz, Sharpe, etc.) construisirent un édifice intellectuellement impressionnant mais guère représentatif de la réalité boursière. Une fois encore, au lieu de "coller" au mieux à l'original, on essaya de le transformer en fonction des matériaux et moyens disponibles. Dans ce cas, il s'agissait de rendre la réalité compatible avec les modèles mathématiques d'optimisation sous contrainte les plus sophistiqués de l'époque.

Cette représentation fantaisiste de la réalité déboucha entre autres sur la théorie des marchés efficients et les concepts d'alpha et de bêta des portefeuilles. Pour mémoire, "alpha" et "bêta" représentent, dans ces modèles, respectivement la constante et le coefficient de la droite de régression des rendements du portefeuille par rapport à ceux du différentiel de l'indice de référence et de l'actif sans risque (*sic*!).

Les paramètres nécessaires au calcul de ces variables, "alpha" et "béta", sont tellement indéterminés qu'il y a presque autant d'alphas et de bétas que de "spécialistes" s'efforçant de les calculer.

En effet, quel indice de référence choisir, sur quel intervalle temporel effectuer la régression et quelle fréquence de calcul utiliser ? Sans oublier la très difficile question du choix de l'actif sans risque !

Les mêmes objections s'appliqueraient d'ailleurs aux notions de volatilité, ratios de Sharpe, Treynor, etc.

Ces concepts sont pourtant aujourd'hui couramment utilisés pour distinguer les "meilleurs" gérants. Afin de dissiper chez le lecteur de ces lignes l'impression que notre critique serait motivée par le ressentiment ou l'envie, nous nous permettrons de rappeler que nos fonds ont été à plusieurs reprises, et encore récemment en octobre 2009, distingués et primés pour l'excellence de leur "alpha" par des organismes reconnus sur la place publique !

L'entêtement du système financier à utiliser des modèles pour le moins discutables serait-il explicable, une fois encore, par une analyse des conflits d'intérêts en jeu ? Le recours à ces modèles permettrait de revêtir les procédures de sélection de gérants et de portefeuilles effectuées par les banques et sociétés de conseil d'un vernis "pseudo-scientifique" très utile d'un point de vue "marketing" et juridique. Tandis qu'en échange, les universitaires, en cautionnant ces modèles, renforceraient leurs relations avec leurs bailleurs de fonds ?

On pourrait multiplier les exemples de l'utilisation contestable, voire dangereuse, de modèles économiques inadaptés à la réalité, comme celui du scandale des agences de notations de crédit, co-responsables du développement puis de l'éclatement de la bulle immobilière nord-américaine. Nous nous contenterons plutôt de conclure cette brève promenade dans le monde de la finance théorique et appliquée par deux adages, l'un de Charlie Munger et l'autre de Warren Buffett, respectivement vice-président et président du groupe Berkshire Hathaway :

"A un homme armé d'un marteau, tout ressemble à un clou".

"Mieux vaut avoir approximativement raison que précisément tort".

### c) Des bulles en attente d'éclatement ?

La crise financière semble aujourd'hui entrée dans une phase de rémission que nous espérons définitive. Mais l'horizon demeure encore bien brouillé. On citera ici trois risques de natures différentes :

Les prêts au secteur immobilier commercial contractés en 2007-2008 pourraient représenter un foyer de pertes significatives pour le système financier mondial.

Il faut espérer que les programmes de soutien aux banques mis en place par les banques centrales et les ministères des finances du G8 suffiront à contenir cette possible prochaine vague de défauts. Quoi qu'il en soit, et d'après les estimations produites par le FMI, l'ampleur des dégâts à venir semble beaucoup plus faible que ceux déjà provoqués par la crise de l'immobilier résidentiel (on peut cependant s'interroger sur l'objectivité de prédictions provenant d'un organisme en évidente situation de conflits d'intérêts !).

Deux autres phénomènes inquiétants, que l'on pourrait aussi qualifier de bulles, nous semblent encore devoir être évoqués : le gonflement des encours des "hedge-funds" sur les dix dernières années et l'accumulation des prêts dits "LBO" par les structures de capital-investissement ("Private Equity") entre 2005 et 2007. Si l'on analyse le comportement des marchés financiers sur plusieurs décennies, les bulles spéculatives ont plutôt tendance à éclater brutalement qu'à se dégonfler progressivement. Espérons simplement que ces deux dernières se révèlent moins incontrôlables que leurs aînées.

Le capital-investissement, ainsi que la gestion dite alternative (commercialisée sous la forme de "hedge funds") ont rencontré ces dernières années un grand succès auprès d'une certaine clientèle institutionnelle (fonds de pension et fondations) et patrimoniale ("family offices").

Ce succès repose sur plusieurs caractéristiques techniques des véhicules d'investissements proposés. Nous n'en évoquerons ici que deux : à savoir la faible volatilité apparente des performances de ces produits et l'effet de levier. La première résulte principalement d'une fréquence de calcul et de diffusion de leurs actifs nets beaucoup plus faible que celle des fonds ouverts (ainsi de l'obligation règlementaire, pour notre fonds Valeur Intrinsèque, de publier une valeur liquidative quotidienne). Cette plus faible volatilité a, quoi qu'il en soit, pour effet de "tranquilliser" de manière artificielle et souvent factice l'investisseur et/ou ses représentants. Il est bien difficile à des OPCVM réglementés et liquides tels que la plupart de nos fonds de rivaliser avec des produits d'investissement procurant un tel "confort" psychologique.

Ces produits reposent aussi sur une utilisation intensive de l'effet de levier.

De quoi s'agit-il, notamment dans le cas du capital-investissement ? De "doper" la rentabilité de l'investissement réalisé par le fonds en y ajoutant une dose importante, sinon massive, d'endettement. Ainsi de nombreuses sociétés ont vu, pendant ces dix dernières années, leur capital changer de mains à des conditions de prix souvent excessives, le faible coût de l'endettement permettant, sur le papier en tout cas, de compenser la cherté de l'acquisition. Dans la pratique, ces opérations, rarement possibles sans recours au levier financier, ont des conséquences économiques et sociales désastreuses : licenciements, délocalisations, recours systématiques à la sous-traitance, fragilisation des fournisseurs par l'allongement systématique des délais de paiement et investissements en équipements et recherche et développement insuffisants.

Ces mesures, bien que parfois requises dans le cadre de stratégies bien spécifiques de développement à long terme ou de survie, sont ainsi devenues la norme. La croissance à court terme des profits étant érigée en ordre de mission des directions d'entreprises contrôlées par les groupes de capital-investissement.

Aujourd'hui la vérité rattrape le monde des LBO, et les niveaux excessifs d'endettement commencent à se traduire par des ruptures de "covenants" (conventions de crédit) et des mises en défauts techniques d'entreprises souvent de qualité. On peut craindre une aggravation de ce phénomène que la reprise économique ne suffira peut-être pas à empêcher.

## II. Quelles perspectives en 2010 et au-delà ?

"Cela est bien - répondit Candide - mais il faut cultiver notre jardin"  
(Candide ou l'optimisme - Voltaire).

Face à ce constat partiel et probablement partial, quelles perspectives pour l'investisseur à long terme ? Comme les années précédentes, nous ne produirons pas ici de scénarii d'évolution de la bourse ou de la valeur liquidative de nos fonds en 2010.

Nous rappellerons plutôt que les portefeuilles de vos fonds sont aujourd'hui constitués de sociétés que l'on peut généralement caractériser de la manière suivante :

- **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 fortes 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, "patrimonialement", dans le capital et donc liés à leur devenir à long terme.

Les actions de ces sociétés de grande qualité traitent aujourd'hui à **des niveaux de cours qui demeurent attractifs**, sinon souvent même bon marché, comparés à nos estimations de valeur intrinsèque.

En effet, selon nous, la progression de nos fonds au cours de ces derniers mois est la confirmation de l'extrême sous-valorisation de nos portefeuilles au plus fort de la crise et non une hypothèque sur les perspectives de valorisation à venir.

Pour de plus amples informations, concernant nos fonds, nous vous invitons à consulter notre site internet [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr).

En vous remerciant de votre confiance et en vous souhaitant une excellente année 2010.

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).