

## La lettre annuelle 2010

Le 3 janvier 2011

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

Cher Investisseur,

En 2010, malgré des marchés financiers chahutés, nos OPCVM ont réussi à générer des performances significativement positives, augmentant ainsi, en leur faveur, l'écart de rentabilité à long terme avec la plupart des indices boursiers (voir tableau ci-dessous). Ces résultats confirment la valeur ajoutée que notre gestion, privilégiant le long terme, la cohérence et l'indépendance, apporte aux investisseurs patients et rationnels, qu'ils soient individuels ou institutionnels. Ainsi, et pour reprendre une expression que les consultants et sélectionneurs de fonds professionnels utilisent souvent, nos OPCVM, loin d'être "satellites", ont au contraire complètement leur place en "cœur" de portefeuille.

	Date de création	Performances 2010*	Performances depuis la création
<b>Valeur Intrinsèque (part P)</b>	<b>6 juin 2001</b>	<b>+19,7%</b>	<b>+85,2%</b>
<i>MSCI World (EUR) dividendes réinvestis</i>		+20,1%	-10,6%
<b>Margin of Safety Fund (USD) (part P)</b>	<b>2 février 1998</b>	<b>+16,2%</b>	<b>+295,1%</b>
<i>MSCI World (USD) dividendes réinvestis</i>		+12,3%	+74,9%

\*du 31/12/2009 au 31/12/2010. Ce tableau concerne uniquement nos OPCVM "historiques" à vocation internationale, c'est-à-dire, ayant plus de cinq ans d'existence. 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.

## I. 2010 : constats et enseignements :

### a) Un univers financier toujours "déboussolé".

La crise que nous traversons aujourd'hui aura sérieusement terni l'aura des experts financiers : macro-économistes, économétriciens, quantitativistes, mais aussi celle des grands banquiers, privés ou publics, censés pourtant comprendre et connaître le dessous des cartes\*. Plutôt que d'établir un argumentaire long et fastidieux (voir notre lettre de l'an dernier), j'ai préféré, cette année, illustrer mon propos par une anecdote authentique mettant en scène Ben Bernanke, actuel président du Federal Reserve Board nord-américain.

J'ai récemment retrouvé le texte d'une conférence à laquelle celui-ci avait participé, le 20 février 2004, avant d'être appelé aux fonctions qui sont les siennes aujourd'hui. Intitulée "la grande modération", sa présentation visait à justifier théoriquement pourquoi, désormais, la volatilité des indicateurs économiques se situait durablement à des niveaux historiquement faibles. Celui-ci concluait son discours par la phrase suivante, qui se passe, à l'aune de la crise immobilière de 2006-2009, de tout commentaire : "Cette conclusion me remplit d'optimisme parce que j'ai confiance dans le fait que les autorités monétaires sauront ne pas oublier les leçons des années 1970". Sic transit gloria mundi.

La perte de crédibilité des "experts" financiers qu'ils soient dirigeants de banque, banquiers centraux ou universitaires plus ou moins renommés, aggrave le climat d'incertitude dans lequel l'investisseur prend ses décisions. Cette situation rend d'autant plus difficile une démarche d'investissement reposant sur des modélisations et des prévisions macro-économiques.

Dans un tel contexte, sans doute est-il plus prudent de fonder ses décisions sur des analyses micro-économiques indépendantes, effectuées entreprise par entreprise, à l'image de l'effort quotidien de recherche effectué chez Pastel & Associés.

### b) Les inconvénients de la liquidité.

La liquidité érigée en valeur cardinale de l'investissement direct, ou indirect via des fonds, en valeurs mobilières a révélé, ces dernières années, ses limites.

Pourtant, les régulateurs et les normalisateurs comptables continuent à accorder un traitement préférentiel aux instruments financiers qu'il est le plus facile de céder et de "valoriser" à tout instant.

L'investisseur final est censé, ainsi, être mieux protégé, du fait de la possibilité qui lui est offerte de connaître à tout instant le prix de l'actif qu'il détient et de décider, en fonction des informations à sa disposition, de le conserver ou non. A ces avantages correspondent, malheureusement, plusieurs inconvénients majeurs.

---

\*Le courage politique des banquiers centraux européens constitue une rare exception qu'il convient de souligner, et en particulier les déclarations de Jean-Claude Trichet concernant les politiques budgétaires les plus souhaitables en phase de reprise économique (voir entretien avec le Financial Times du 23 juillet 2010).

Citons, d'abord, la déresponsabilisation croissante des investisseurs, conséquence directe de la possibilité de changer d'avis à tout instant : en effet pourquoi s'engager à accompagner une entreprise dans son développement quand on peut si facilement l'abandonner, à la première déconvenue ? Plus grave encore, pourquoi analyser en profondeur un dossier si on peut facilement revenir sur la décision prise et recommencer à zéro ?

Les dirigeants d'entreprise en arrivent à ne plus connaître leurs actionnaires et pire encore à ne plus les respecter. La durée de détention moyenne d'une action nord-américaine serait aujourd'hui, d'après certaines estimations, de moins de six mois. Le développement, ces dernières années, de l'actionnariat "activiste" n'a pas arrangé les choses. En effet que penser d'investisseurs qui, à peine arrivés au capital d'une société, donnent des leçons à des équipes expérimentées et souvent très compétentes et responsables ? Le choix fait par de nombreuses directions d'entreprises de céder aux sirènes des fonds d'investissement est sans doute, en partie, le résultat de cette dérive. Bien que l'appât du gain, au travers des plans d'intéressement proposés par les fonds de "private equity", en soit, probablement, la raison principale.

Il faudrait pour échapper à l'impasse actuelle adopter une approche multi-dimensionnelle :

- inciter par des dispositions fiscales à la détention d'actions ou d'OPCVM actions pendant des durées de plusieurs années,
  - dissuader toujours par la fiscalité la cession trop rapide des investissements réalisés et enfin,
  - par une modification du droit des sociétés, n'attribuer le droit de vote qu'à des actionnaires présents au capital depuis suffisamment longtemps (trois ans, cinq ans, le débat est ouvert...).
- La citoyenneté française s'acquiert-elle au premier jour de résidence sur le territoire national ?

c) L'investisseur encore confronté en 2010 à une forte instabilité des cours de bourse.

Comme les années précédentes, en 2010, les marchés financiers ont connu des niveaux élevés de volatilité. Les mêmes causes résultant en les mêmes effets, cette situation pourrait, d'après nous, persister encore longtemps. On peut citer parmi les principaux facteurs de ce phénomène :

- l'accès de plus en plus rapide et "démocratique" à l'information, du fait d'évolutions technologiques irréversibles. L'information ainsi diffusée est par sa nature quasi-instantanée, de plus en plus morcelée, d'où la lecture de moins en moins synthétique qui en est faite par les opérateurs boursiers. Constamment soumis à un flux de signaux souvent contradictoires, l'opérateur, qu'il soit investisseur ou spéculateur, se contente de réagir au lieu de prendre le temps de "digérer" et surtout d'assimiler en les agrégeant ces fragments d'information. L'instabilité psychologique du décideur, résultat direct de cette surexposition "médiatique", est aujourd'hui aggravée par un deuxième biais,

- le recours structurel à l'endettement comme technique désormais "banalisée" d'investissement. Les niveaux de taux d'intérêt réel excessivement bas, entretenus par les banques centrales, au premier chef le Federal Reserve Board, facilitent les opérations dites de "carry" par lesquels un opérateur obtient des fonds très bon marché sur les marchés monétaires et les réinvestit dans des actifs risqués. Ces opérations sont aujourd'hui la norme pour un certain nombre de structures de gestion de type "hedge funds".

Le recours à l'endettement augmente la sensibilité aux conséquences potentiellement négatives de la moindre nouvelle et par ricochet conduit à une hyper-réactivité de l'opérateur financier, et par combinaison de comportements très souvent grégaires, à une amplification à la hausse et à la baisse des mouvements de cours.

Face à ce constat, l'investisseur en actions doit adopter des stratégies qui lui permettront de fonctionner dans ce climat de volatilité aggravée, et pourquoi pas d'en profiter.

Quelques recommandations de bon sens :

- bannir le levier financier comme moyen d'acquérir des actions,
- considérer que l'investissement en actions pourra être indisponible pendant cinq ans au moins et n'investir par conséquent qu'un pourcentage de son bilan ou de son patrimoine qui soit compatible avec cette hypothèse.
- Considérer que la perte comptable potentielle sur l'investissement en actions peut atteindre, ou même dépasser, 50% et ajuster le pourcentage investi dans cette classe d'actifs en conséquence.

d) Le retour des bulles spéculatives.

Il aura fallu peu de temps pour que succèdent à la bulle hypothécaire américaine, de nouveaux emballements de marché, précurseurs probables des bulles de demain.

On citera en ordre dispersé et non exhaustif :

- les pays émergents. La nouvelle "doxa" est catégorique : hors des marchés émergents, point de salut. Les allocateurs d'actifs et autres stratégestes en tout genre le répètent quasi-unanimement : c'est dans les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) que se construiront les fortunes boursières de demain. Les justifications de cet engouement n'ont que l'apparence de la raison. Comme à chaque fois (cf. bulle Internet en 2000, ou les chemins de fer aux USA en 1900), on confond potentiel de croissance et retour sur investissement. Comme à chaque fois, on néglige d'intégrer dans l'équation économique, les besoins d'investissements, colossaux, et avec eux les risques de gabegie et de mauvaise allocation des capitaux. On omet le risque socio-politique et on tire des conclusions hâtives.

Si l'émergence de la classe moyenne, notamment en Chine et en Inde, va permettre le développement de nouveaux pôles de consommation et donc de nouveaux marchés, qui en profitera ? Le consommateur, le banquier d'affaires, ou l'investisseur ? Et à quelles conditions ? Et surtout quand ?

Par ailleurs, la profitabilité actuelle du secteur privé et semi-privé des pays émergents semble reposer sur des facteurs en cours de détérioration, notamment :

- des coûts du travail très bas, mais depuis un an en très forte hausse,
- et des devises sous valorisées, mais là encore engagées depuis plusieurs mois dans un processus de réévaluation induit entre autres par la crise de la dette souveraine européenne et la politique de "quantitative easing" du Federal Reserve Board.

Dans ces conditions, et eu égard à leur niveau de valorisation boursière ajustée du risque, est-il finalement plus raisonnable d'investir dans les BRIC que dans les pays développés ?

- Les marchés de matières premières et les sociétés minières. On pourrait ici aussi prendre facilement le contre-pied d'un discours très conventionnel mais qui fait hélas des émules.

Les bulles spéculatives sont une constante des marchés financiers et l'investisseur responsable doit essayer de les éviter quitte, en période d'euphorie, à rester à l'écart de performances à court terme souvent très élevées. En effet le retour de bâton est toujours plus extrême que la hausse qui l'aura précédé et par conséquent la perte subie par l'investisseur très supérieure à des gains bien éphémères. Mais comment détecter l'émergence d'une bulle ? Quelques indices peuvent inciter à la méfiance :

- l'impossibilité, en utilisant ses outils traditionnels de valorisation, de justifier des niveaux de cours pratiqués,
- la nécessité, pour pouvoir justifier de payer les prix de marché, de supposer la poursuite à un taux élevé de croissance et de rentabilité d'un état de prospérité déjà exceptionnel,
- le discours ambiant selon lequel "cette fois-ci, nous sommes entrés dans une nouvelle ère, sociale, politique ou économique", et enfin,
- un besoin impérieux de participer au mouvement en cours, de peur de "rater le train" et "convaincu qu'au pire, il sera toujours possible de céder son investissement à d'autres, avant qu'il ne soit trop tard".

e) De l'importance de garder le cap.

*"Rien au monde ne peut remplacer la persistance. Pas le talent ; rien n'est plus commun qu'un homme talentueux sans succès. Ni le génie, qui n'est que très rarement récompensé. Ni même l'instruction ; le monde est rempli d'érudits en perdition. Seules la persistance et la détermination sont réellement importantes." Ray Kroc, cofondateur de McDonald's, 1969.*

2010 aura, encore une fois, été l'occasion de démontrer la supériorité d'une approche privilégiant la **concentration**, et ce à tous les niveaux de notre démarche :

- concentration sur notre métier d'analystes financiers d'entreprise,
- concentration de nos recherches sur les entreprises que nous comprenons, et pour la plupart d'entre elles, connaissons depuis longtemps,

- concentration sur nos principes : indépendance, exigence de marges de sécurité élevées, et estimation intrinsèque des investissements réalisés afin de conserver un portefeuille raisonnablement valorisé,
- concentration du portefeuille autour de quelques positions-clés (entre 15 et 30 positions pour les OPCVM dits "coordonnés").

Les performances réalisées en 2010, après celles obtenues en 2009, n'ont été possibles que parce que nous avons maintenu la structure des portefeuilles sous gestion, en l'optimisant, le cas échéant, en fonction des opportunités qu'offrait la volatilité des marchés financiers. Ainsi au lieu de prêter l'oreille aux Cassandre qui prédisaient l'effondrement généralisé des économies en avril-mai de cette année, puis pendant l'été, et alors que nos fonds passaient d'une performance positive de l'ordre de 22% au printemps à une perte de quelques pourcents à l'automne, nous sommes restés investis, confiants dans la validité de nos analyses et de notre approche.

## II. Quelles perspectives en 2011 et au-delà ?

Des observations précédentes, on pourrait déduire que les opportunités d'investissement, intéressantes quant à leur prix et leur niveau de risque, sont aujourd'hui rares. Or il n'en est rien. Si les pays émergents sont d'après nous "sur-pondérés" dans les allocations de portefeuilles les plus répandues, les économies industrialisées occidentales (principalement en ce qui nous concerne l'Europe continentale, la Grande-Bretagne et l'Amérique du Nord), relativement délaissées aujourd'hui, constituent pourtant un terrain de chasse fertile. On y trouve, en effet, un réservoir d'entreprises bien gérées, aux comptes plus fiables et, qui ont pu profiter de la crise pour capitaliser sur leur expérience, leur culture et leurs actifs et, ainsi, améliorer leur structure de coût et renforcer leur position face à des concurrents plus faibles.

Notre **grille d'analyse, microéconomique et de long terme**, nous a ainsi permis d'identifier, de valoriser et d'investir dans de telles entreprises.

En résumé, 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 retours 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** comparés à nos estimations de valeur intrinsèque.

Soulignons, enfin, que la progression de nos fonds au cours des deux dernières années est, d'après nous, 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 2011,

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).