

La lettre annuelle 2011

Le 3 janvier 2012

"Ce qui a été, c'est ce qui sera, et ce qui s'est fait, c'est ce qui se fera, il n'y a rien de nouveau sous le soleil."
(L'ecclésiaste, 1.9).

Cher Investisseur,

Rarement une année aura été aussi riche en rebondissements de toute sorte, politiques (le printemps arabe, ...), militaires (exécution de Ben Laden, ...), naturels (séisme au Japon, inondations en Thaïlande, ...), et financiers (crise de la zone euro, dégradation de la note de crédit des Etats-Unis, ...). Rarement aussi, l'avenir aura paru aussi incertain avec pour 2012, des échéances électorales majeures (Russie, Etats-Unis, France, ...), un risque élevé de nouvelle récession en Europe avec une monnaie unique fragilisée.

C'est dans un tel contexte que plusieurs places boursières importantes (Francfort, Paris, ...) ont fini l'année 2011 dans le rouge. La contrepartie de ces turbulences a été de nous permettre de continuer à investir dans de très bonnes sociétés et à des cours particulièrement attrayants.

Sur l'exercice, la performance de nos fonds a été négative et généralement inférieure à celles de leurs indices de comparaison. Bien que décevante l'année 2011 ne constitue qu'un épisode dans la gestion de nos fonds. Celle-ci s'inscrit dans la durée et c'est sur le long terme que ses résultats doivent être appréciés (voir tableau page 2).

Notre méthodologie, appliquée par notre équipe de gérants depuis plus de 15 ans, résulte en des portefeuilles très concentrés avec des pondérations sectorielles et géographiques très différentes de celles de leurs indices et, enfin, un faible taux de rotation des principales positions.

Dans ces conditions, il n'est pas anormal que, sur une période de calcul aussi brève, au regard de notre horizon d'investissement, qu'une année, leurs performances soient inférieures ou égales à celles de ces indices.

En outre, depuis la création de la société fin 1997, notre gestion a, à plusieurs reprises, connu, comme aujourd'hui, des baisses temporaires supérieures à celles des indices. Ainsi en 1998, sur les 6 derniers mois de 2002, et en 2007-2008 (voir lettres annuelles disponibles sur notre site Internet).

A chaque fois, nos fonds ont ensuite fortement rebondi, pour, en cumulé, non seulement dépasser largement les marchés boursiers mais faire significativement prospérer le capital confié, et ce y compris sur des périodes longues de stagnation des marchés (1998-2011). Il est vrai que, pour reprendre la formule d'usage, "les performances passées ne préjugent pas des performances futures". Cependant, nos bons résultats passés ne sont pas le fruit du hasard ou d'une adéquation temporaire entre un style de gestion et des conditions économiques et financières spécifiques mais, au contraire, le produit d'une méthode rationnelle, pérenne, et appliquée par notre équipe avec discipline et constance. Toujours confiants en cette méthode, nous le sommes aussi quant au potentiel de sur-performance à long terme de nos fonds.

	Performances 2011*	Performances à 5 ans	Performances à 10 ans	Performances depuis la création**
Valeur Intrinsèque (part P)	-17,4%	-14,7%	+33,3%	+53,1%
<i>MSCI World (EUR) dividendes réinvestis</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>+1,6%</i>	<i>-12,2%</i>
Margin of Safety Fund (USD) (part P)	-19,7%	-8,9%	+89,2%	+217,2%
<i>MSCI World (USD) dividendes réinvestis</i>	<i>-5,0%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>+51,2%</i>	<i>+66,2%</i>

* du 31/12/2010 au 30/12/2011. **Création de Valeur Intrinsèque (part P) le 6 juin 2001 et de Margin of Safety Fund (USD) (part P) le 2 février 1998. Ce tableau concerne tous nos OPCVM ouverts à vocation globale. 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.

Les pages qui suivent visent à apporter des éléments de réponse aux préoccupations qu'il est légitime d'avoir dans la situation actuelle mais dont il est indispensable de s'affranchir pour éviter de prendre des décisions où l'émotion et le sentiment d'urgence l'emporteraient sur le bon sens et les "process". Soulignons enfin l'importance, dans un tel contexte, de ne pas s'égarer hors de son domaine de compétence, ainsi que de s'appuyer sur la connaissance de l'histoire, non pas récente, mais des dernières décennies et siècles passés, afin de pouvoir saisir pleinement les opportunités à venir.

De quelques idées reçues...

Idee reçue n°1 : il n'est pas raisonnable d'investir en actions de sociétés de la zone euro tant que l'avenir de la monnaie unique est remis en question et que plusieurs états européens sont proches de la faillite.

Ces dernières années, la notion d'actif risqué a radicalement évolué. Des sociétés notées AAA par les grandes agences de notation ont fait faillite ou quasi-faillite quelques jours après confirmation de cette même notation (ainsi AIG en septembre 2008). Des états souverains comme l'Italie voient leur solvabilité mise en question. A titre d'illustration supplémentaire du véritable renversement actuel des valeurs, le 3 janvier 2012 l'obligation Sanofi en euro à échéance 2016 rapportait, en taux actuariel, 20 points de base annuel de moins que les emprunts d'état français correspondants ! Par ailleurs, sans pouvoir parler encore de retour durable de l'inflation, on constate une dérive des indices de prix en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis ainsi qu'un début d'inversion des priorités chez certains banquiers centraux, le retour à la croissance semblant l'emporter sur le maintien de la stabilité des prix. Dans un tel contexte on recommanderait plutôt de fortement sous-pondérer la détention d'obligations, l'investisseur étant pris en étau entre les risques, d'une part, de hausse des taux d'intérêt et, d'autre part, de perte durable de son capital par défaut de l'émetteur et/ou érosion du pouvoir d'achat.

D'autres options d'investissement pourraient être envisagées. Mais dans la plupart des cas, le risque de perte durable du capital apparaît trop important. Evoquons, par exemple, le cas de l'or, valeur supposée refuge. Pourquoi en acquérir aujourd'hui après un quintuplement des cours sur les dix dernières années que ni l'accroissement de la demande finale (industrielle et bijouterie) ni l'évolution de l'offre ne sauraient justifier ? Faut-il rappeler qu'à plusieurs reprises par le passé, sur des périodes longues, le métal jaune a vu ses cours décliner pendant que l'indice général des prix s'appréciait (ainsi de 1981 à 2001, le cours de l'once d'or a-t-il perdu 30%) ? On n'évoquera pas ici l'immobilier mais un raisonnement fondé sur les ratios prix/loyers et prix/revenus des ménages indiquerait, sinon une surévaluation importante, en tout cas une absence de décote à même de protéger le capital qui y serait investi.

Et c'est ainsi que, presque par défaut, les actions apparaissent comme une classe d'actifs attrayante. Investir à long terme en actions d'entreprises industrielles et commerciales peut être un moyen de s'affranchir des excès de la sphère financière pour revenir à l'économie réelle. On trouve aujourd'hui en Europe de véritables "pépites" qui, en cas d'éclatement de la zone euro ou de défaut majeur d'un état, souffriront peut-être mais continueront à exister pour reprendre ensuite le chemin de la croissance et des profits. Que ceux-ci soient encore libellés en euro ou dans une autre devise à réinventer. Le meilleur moyen aujourd'hui de préserver la capacité de progression de son capital est ainsi, probablement, de l'investir, de manière sélective, en actions.

Pourquoi cependant continuer à investir en zone euro et ne pas se limiter aux marchés boursiers de pays moins risqués en matière de cours de change, de déficit budgétaire, et d'instabilité sociale et politique ? La réponse est simple : à notre connaissance, il n'en existe pas. La situation économique et financière aux Etats-Unis est loin d'être stabilisée et on pourrait ainsi s'interroger sur la stabilité à venir du dollar et ses conséquences en matière inflationniste. Le cas des pays émergents sera évoqué à l'occasion de l'idée reçue n°2.

Beaucoup plus que leur localisation géographique, ce qui compte avant tout ce sont la qualité intrinsèque des entreprises et le prix de leurs actions.

C'est pourquoi, nos portefeuilles sont composés aujourd'hui de sociétés issues de la zone euro, du Royaume-Uni et d'Amérique du Nord. Pour mémoire, cette répartition tripartite n'est pas le résultat d'une réflexion de nature macroéconomique. En effet, notre processus de constitution de portefeuille consiste à

"empiler " les investissements en actions sans essayer d'obéir à une allocation géographique ou sectorielle prédéterminée.

Idée reçue n°2 : pour gagner de l'argent, il faut investir là où il y a le plus de croissance.

C'est un principe que la plupart des professionnels de l'investissement considèrent comme gravé dans le marbre.

Et c'est ce principe qui a conduit beaucoup d'entre eux à investir massivement, de 1995 à 2001, dans les actions du secteur des TMT (Technologie, Medias ou Télécom), car la croissance économique allait provenir de la troisième révolution industrielle menée par ces entreprises à la pointe de la modernité. A l'exception de ceux qui y investirent en 1995-1996, la plupart des TMT, de France Télécom à Alcatel, en passant par AOL-Time Warner ruinèrent plus d'un actionnaire individuel et fragilisèrent l'équilibre financier de nombreux fonds de pension et autres organismes d'assurances.

D'autres sigles sont ou étaient encore récemment à la mode. Les BRIC, par exemple, désignent un groupe formé du Brésil, de la Russie, de l'Inde, de la Chine (voir lettre annuelle 2010, disponible sur notre site Internet). L'histoire se répètera, comme toujours en bourse. Et à nouveau de nombreux investisseurs perdront, probablement, de l'argent, grisés par la croissance économique supérieure de ces pays qui conduirait inéluctablement à la sur-performance de leurs marchés boursiers.

Des perspectives élevées de croissance du chiffre d'affaires d'un marché ou du PNB d'un pays ne sont synonymes de gains pour l'investisseur que si certaines conditions sont remplies. Entre autres, que les risques de l'investissement soient identifiés et minimisés, que la croissance des chiffres d'affaires soit rentable en termes de taux de retour sur capitaux, et que le prix payé prenne en compte la possibilité d'une non-réalisation des anticipations de croissance.

Pour cela, l'investisseur doit effectuer un travail de recherche indispensable pour éviter les authentiques "traquenards" que toute euphorie boursière suscite. Dans le cas des pays émergents, des structures disposant de moyens considérables (hedge-funds renommés...) se sont ainsi fait piéger par Sino-Forest et d'autres sociétés chinoises pourtant cotées au NASDAQ (double comptabilité, chiffres d'affaires fictifs, ...). Par ailleurs, dans les pays émergents, d'autres dimensions du risque doivent être prises en compte comme l'instabilité du droit des affaires, la possibilité d'être exproprié, ...

Il faut ensuite que la croissance du chiffre d'affaires résulte en une croissance comparable des résultats sans exiger trop de capitaux supplémentaires.

Il faut, enfin, que le prix reste raisonnable et intègre tous les scénarii d'évolution possibles et non pas uniquement les plus optimistes. Rarement est-ce le cas, à l'exception des premières années de croissance quand les investisseurs et surtout les banquiers d'affaires n'ont pas encore identifié le nouvel "Eldorado".

A l'inverse on peut gagner beaucoup d'argent dans des situations de croissance modérée, à condition que l'entreprise sélectionnée dispose d'un avantage concurrentiel durable, que sa structure financière soit solide, que l'allocation de ses capitaux disponibles soit rationnelle, et, naturellement, que le prix payé soit raisonnable. Rappelons aussi qu'en situation de crise économique, une telle entreprise va prendre des parts de marché à ses concurrents et ainsi, une fois la croissance revenue, renforcer sa profitabilité.

C'est pourquoi investir, comme nous le faisons, dans un nombre restreint d'entreprises localisées dans un Occident guère à la mode aujourd'hui semble plus sage et nous l'espérons, se révélera aussi rentable après prise en compte des risques pris, que de rechercher le Graal du profit à l'autre bout du monde.

Idée reçue n°3 : la demande en actions de sociétés des pays développés est durablement déprimée.

Les incertitudes quant à l'avenir de la zone euro, et plus généralement le climat économique et financier de la plupart des économies développées, ont probablement incité les investisseurs à réduire la part de leurs portefeuilles investie en actions. Cette pression conjoncturelle sur la demande de l'actif "actions" serait, d'après certains experts, durablement aggravée par, d'une part, l'épée de Damoclès de la directive "Solvabilité II" et, d'autre part, le départ à la retraite des "baby boomers". De quoi s'agit-il ?

La directive européenne dite "Solvabilité II" est censée pénaliser l'investissement en actions au bénéfice de classes d'actifs supposés moins risqués, comme les produits de taux, au premier rang desquels les obligations d'Etats. On peut penser que la crise de la dette souveraine européenne et la perte du statut AAA par le gouvernement américain remettront en question certaines des options choisies par la Commission Européenne. Et par ailleurs, le besoin de disposer d'actifs liquides et la nécessité de rendements sur le long terme devraient continuer à orienter les investisseurs institutionnels, pour une partie de leurs actifs, vers les marchés actions.

On lit souvent aussi que les baby-boomers qui atteignent aujourd'hui l'âge de la retraite (ou leurs représentants, fonds de pension ou caisses de retraite) désensibiliseront progressivement leurs portefeuilles et puiseront dans leur épargne avec pour conséquence une pression vendeuse durable sur les marchés actions. Cette théorie présente le défaut majeur d'ignorer le comportement des autres acteurs économiques, cohortes plus jeunes ou pays émergents à l'épargne surabondante et à la recherche d'opportunités d'investissements.

On le voit : rien n'est jamais simple ni sûr en matière de prévision boursière.

Idée reçue n°4 : les valorisations boursières semblent bon marché. Mais si les économies développées restaient "déprimées", les décotes actuelles pourraient persister et peser sur les performances futures. L'investissement en actions ne présenterait pas dans ces conditions de potentiel de rentabilité à long terme intéressant.

Cette question apparaît, pour beaucoup, particulièrement pertinente sous prétexte que depuis 15 ans les marchés actions n'ont à peu près rien rapporté à l'investisseur. Rappelons pourtant que la rentabilité annualisée à long terme d'un investissement en actions est le résultat, pour simplifier, de la somme de la croissance du résultat par action, du taux de rendement du dividende et du pourcentage de variation du ratio prix/résultat (le PER).

En choisissant bien ses investissements, en fonction de ces trois paramètres, en particulier en veillant à ne pas payer cher en termes de PER, on peut aujourd'hui espérer obtenir de très belles rentabilités à cinq-dix ans.

De notre point de vue, généralement à rebours des modes boursières, il est plutôt recommandé d'investir en actions après 15 ans de disette qu'au terme de 15 ans d'euphorie. Ou pour reprendre l'expression de Warren Buffett, "Be fearful when others are greedy, and greedy when others are fearful".

Performances et perspectives

Depuis leurs créations, nos principaux fonds ont très fortement sur-performé leurs indices de comparaison, à l'exception de la dernière période de 5 ans sur laquelle une légère sous-performance peut être constatée (voir tableau p 2).

Notre approche est d'après nous créatrice de sur-performance à long terme par rapport aux marchés du fait de l'originalité et de la rigueur de notre recherche, de la qualité des sociétés mises en portefeuille et, enfin, en raison de l'importance que nous attribuons aux notions de valorisation et de cherté.

Dans ces conditions, sur les cinq à dix prochaines années, nos fonds devraient générer des rendements élevés, dopés en cela par le rattrapage attendu de la contre-performance 2007-2011.

Pour de plus amples informations, concernant nos fonds ainsi que l'ensemble de nos lettres, nous vous invitons à consulter notre site Internet www.pastel.fr.

En vous remerciant de votre confiance et en vous souhaitant une excellente année 2012,

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).