

Chers Amis Investisseurs,

Preuve de notre manque d'éducation et de notre désarroi, nous ne vous avons même pas présenté nos vœux pour 2009. Il faut dire qu'avec les performances que nous vous offrons depuis l'été 2007, nous ferions peut-être mieux de rester cachés sous nos bureaux. D'autant plus que pour 2009, 2010 et la suite, la visibilité est quasi nulle, sauf pour les mauvaises nouvelles. Des tas de choses passionnantes pourraient arriver, comme une dépression économique d'une ampleur jamais égalée. Bref, c'est la déprime totale...

Alors que faire ? En ce qui concerne vos fonds Sextant, vous pouvez légitimement vous poser deux questions : faut-il avoir des actions au cœur d'une crise économique et financière majeure, et, le cas échéant, faut-il confier son portefeuille à l'équipe d'Amiral Gestion ?

Des Actions en pleine Tourmente ?

Je ne vais pas vous refaire une énième description de la situation économique actuelle, mais je dirai simplement qu'elle est tout à fait épouvantable, et certainement même pire que ça. Pour un investisseur, ce n'est pas un environnement très agréable, parce qu'on a beaucoup de mal à calculer des valeurs pour nos entreprises. Si les Français ne boivent plus que de l'eau du robinet, comment valoriser Danone ? Si les riches bourgeoises s'habillent chez Camaïeu, et que les anniversaires sont fêtés au Kriter, Bernard Arnault sera-t-il toujours l'homme le plus riche de France ? La consommation va baisser, peut-être durablement, et probablement sans espoir de retour aux excès de ces dernières années. Tant mieux peut-être pour nos enfants (sur 2008/2009, trois enfants seront nés dans les familles Amiral Gestion, ce qui nous donne très certainement une perspective toujours plus orientée vers le long terme !) Mais tant pis pour les analystes financiers qui aiment tirer des traits, bien droits, vers le ciel, ou vers l'enfer. Il y a trop d'incertitudes, le marché ne sait plus très bien ce que valent nos entreprises. C'est pourquoi la nervosité est à son comble, avec des cours qui peuvent facilement varier de plus de 10% en une journée. Trop d'incertitude, oui, mais qu'en est-il du risque ?

Risque et Incertitude

Il n'est pas toujours facile de distinguer le risque de l'incertitude. Au Loto, par exemple, on pourrait penser que le joueur ne prend pas de risque, puisqu'il sait ce qu'il peut perdre et que cette perte sera tout à fait supportable. De même, intuitivement, l'incertitude n'est-elle pas totale ? Le joueur ne pourrait-il pas gagner des millions comme un simple chien de bidonville ? On pourrait en discuter longuement, mais il me semble que la réalité soit à l'opposé. Il faut simplement inverser le point de vue : la Française des Jeux est certaine de ramasser le gros lot. Il n'y a donc aucune incertitude pour les joueurs et un risque certain, une perte connue d'avance.

Puisque les gens adorent jouer au Loto, on peut donc en conclure que la nature humaine préfère le risque à l'incertitude. Pour un investisseur (qui essaye par tous les moyens de ne pas faire partie « des gens », et ce n'est pas facile), cette proposition est tout à fait intéressante. Elle pourrait conduire au raisonnement suivant : moins il y a d'incertitude, plus il y a de risque, et à contrario, plus il y a d'incertitude, moins il y a de risque. C'est bien sûr totalement contre-intuitif, mais en réalité, il



semblerait que nous confondions souvent ces deux notions. C'est ce que souligne Mohnish Pabrai, un des meilleurs gérants de fonds américains :

Wall Street confond parfois risque et incertitude, et on peut tirer des bénéfices énormes de cette confusion. Une situation à faible risque et à incertitude élevée nous offre notre meilleure espérance de gain au jeu de pile ou face. Pile, je gagne ; face, je ne perds pas beaucoup !

Source : Value Investor Insight, Juin 2007

L'idée est simple : on ne sait pas trop ce qui va se passer, mais le marché peut vous offrir des prix qui valorisent le pire. Dans ce cas, malgré une incertitude qui peut être totale, on ne prend que très peu de risque. Il faut se souvenir des valeurs Internet en 2000. Nous étions tous certains que l'avenir serait radieux pour ces entreprises - Il n'y avait aucune incertitude. Mais le risque était énorme, car ces titres se payaient avec des multiples qui ne pouvaient tolérer la moindre mauvaise nouvelle. Après quelques déceptions, l'incertitude devint totale sur certains business models comme la publicité sur Internet. Les analystes financiers spécialisés les plus brillants ne croyaient plus à ce support, et certaines entreprises qui gagnaient déjà un peu d'argent finirent par valoir nettement moins que le cash qu'elles avaient à la banque. Incertitude extrême, mais risque zéro.

En octobre 2002, nous avons publié une lettre que nous avons intitulée Benjamin Graham et le nouveau marché. Nous avons lu un article que Graham avait publié en juin 1932, et qui décrivait de manière assez frappante la situation du marché US après une baisse de...90%.

De nombreuses valeurs du portefeuille de Sextant PEA se payaient alors comme les valeurs américaines au fin fond de la grande dépression. C'est aussi le cas aujourd'hui, avec bon nombre d'entreprises qui ne valent guère plus que les capitaux employés, et parfois beaucoup moins ! Si nous n'avons pas la moindre idée de l'évolution de l'économie sur les deux ou trois prochaines années, nous estimons néanmoins que le risque est désormais très faible. À court terme, tout peut arriver, mais sur le long terme, la situation actuelle ressemble fort à un pari gagnant-gagnant. Évidemment, on peut toujours essayer d'acheter au plus bas. Vous connaissez sûrement quelques amis qui ont vendu leur portefeuille boursier en juillet 2007. Les mêmes vous expliqueront, après la hausse, qu'ils ont tout racheté au creux du marché. Mais pour un investisseur humain, il faut savoir encaisser de lourdes pertes à court terme pour pouvoir gagner sur le long terme.

Des Actions ou des Sicav Monétaires ?

Les Sicav monétaires sont des instruments financiers très utiles pour placer votre trésorerie. Immédiatement disponible, votre argent placé sur ces produits a aussi eu l'agréable avantage de ne pas diviser par deux en quelques mois. Mais sur le long terme, il n'est pas évident que ce soit un bon placement. Les taux sont pratiquement tombés à zéro, alors que l'inflation finira un jour ou l'autre par refaire surface. Les Sicav Monétaires aujourd'hui représentent le placement quasi évident, le refuge de tous les épargnants terrorisés. « Cash is King », c'est le terme à la mode.

Mais pour se défendre contre l'inflation, je ne suis pas certain que des placements à des taux aussi bas soient une bonne solution. Mieux vaut investir dans de bonnes entreprises qui vendent des produits utiles et de qualité, et qui pourront monter naturellement leurs prix si les monnaies perdent de la valeur. Buffett est propriétaire de See's Candy qui fabrique et vend des friandises au chocolat en Californie. Voici ce qu'il pense de ses bonbons et de l'inflation :



Si le dollar vaut beaucoup moins cher, nous en recevons beaucoup plus quand nous vendrons nos bonbons « See's Candy ». Nous ne recevons pas réellement plus de billets mais si quelqu'un veut bien échanger l'équivalent de 15 minutes de son temps de travail pour un kilo de ceci ou 6 boîtes de cela, il le fera même si la monnaie de référence devient les dents de requin.

Dans ces périodes d'inflation, les meilleurs actifs sont vos compétences. Si vous êtes le meilleur médecin, le meilleur avocat, le meilleur animateur radio de votre village, vous aurez toujours la possibilité d'échanger votre compétence contre d'autres biens. Ce qui importe le plus, c'est ce que vous savez faire. Et si, comme moi, vous n'avez pas de talent particulier, il faut tenter d'acquérir celui des autres. Selon moi, See's fait les meilleurs bonbons, Coca Cola la meilleure boisson gazeuse, et ce sera toujours le cas dans dix ans. Ces sociétés vendront des produits qui seront achetés à leur juste valeur dans la monnaie de l'époque, quelle que soit la monnaie de référence, dollar ou dent de requin.

Source : *Warren Buffett sur CNBC, 9 mars 2009*

En conclusion, il est probable que les actions soient un très bon placement si vous avez 5 à 10 ans devant vous. Probable, car tout n'est que probabilité. Rien n'est sûr, mais tout est possible. Disons que selon nos propres convictions, celles de Warren Buffett (éventuellement plus fiables), selon la théorie risque-incertitude, il faut acheter des actions.

Avec tout de même un bémol. Il ne s'agit pas de jouer un rebond de marché qui pourrait finalement beaucoup décevoir. Mais de trouver des opportunités dont les prix intègrent déjà l'incertitude très forte à laquelle nous devons faire face. Il s'agit d'investir sur de vraies convictions, de beaux paris gagnant-gagnant, mais en étant toujours plus résolument orienté vers le long terme. Afin de pouvoir encaisser avec sérénité les inévitables pertes à court terme que ne manqueront pas de connaître à nouveau, avec plus ou moins de violence, les marchés actions et vos fonds Sextant dans les années à venir.

L'avenir pour les fonds Sextant

On ne peut pas dire que nous ayons été très bons en 2008. Bien sûr, nous vous avons expliqué que même les meilleurs gérants pouvaient avoir de très mauvaises années, et qu'un jour, cela nous arriverait.

En 2008 nous avons fait quelques erreurs, dont celle de garder nos pétrolières et même d'en racheter au plus haut. Impardonnable ? Après une introspection un peu désagréable, nous avons été un peu rassurés sur notre savoir faire à la lecture de la dernière lettre de Berkshire Hathaway :

Je vous ai dit dans une partie précédente de ce rapport que l'année dernière je me suis lourdement trompé (voire plus, car il s'agit d'une bourde monumentale). Sans y être incité par Charlie ni par personne d'autre, j'ai acheté une participation importante en ConocoPhillips alors que les cours du pétrole et du gaz étaient proches du plus haut. Je n'ai nullement anticipé la chute violente des prix énergétiques qui a eu lieu dans la dernière moitié de l'année. Je continue à croire qu'il y a de fortes chances pour que le pétrole se vende dans l'avenir à un prix beaucoup plus élevé que le prix actuel de 40 à 50 dollars le baril. Mais pour l'instant je me suis complètement trompé. D'ailleurs, même si les cours devaient remonter, le choix catastrophique du moment de mon achat aura coûté à Berkshire plusieurs milliards de dollars.

Source : Lettre aux Actionnaires de Berkshire Hathaway, mars 2009



Pour l'avenir, nous pensons être toujours bien armés pour vous offrir de bonnes performances. Le plus important est que nous n'allons pas changer notre philosophie de gestion. Nous resterons toujours orientés sur le long terme, insensibles aux pertes à court terme (mais pas aux pertes de valeur intrinsèque, et nous en avons bien sûr subi depuis un an), concentrés sur nos convictions, en essayant d'éviter les modes et les consensus de marché. Nous essayerons à tout prix d'encourager chez Amiral Gestion la rigueur, la créativité, l'intégrité mais aussi et surtout l'honnêteté intellectuelle. Enfin, nos positions personnelles dans les fonds Sextant restent plus que jamais une variable prédominante dans la rentabilité de notre activité d'investisseur. Nous nous sommes renforcés dans la baisse, et nous avons la majeure partie de notre patrimoine dans les fonds Sextant. Sans aucune intention de perdre de l'argent sur le long terme, bien au contraire.

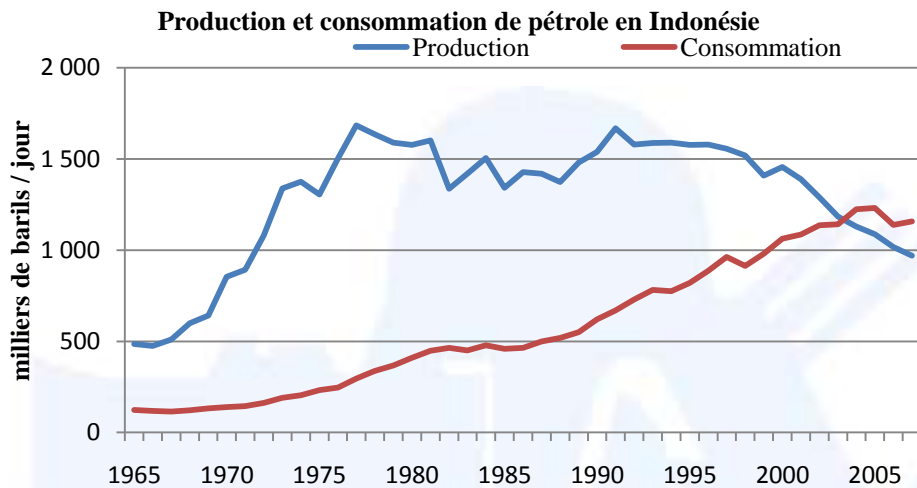
Il y a dans nos portefeuilles des sociétés à faible liquidité et qui ont souffert plus que le marché. Mais elles sont probablement bien mieux armées que le reste de la cote pour affronter la crise. Nous n'avons pratiquement aucune petite valeur qui ne soit littéralement bourrée de cash. Il y a donc peu de risque de faillite pour les entreprises Sextant. Bien au contraire. Une société comme **1000mercis.com** par exemple continue à publier semestre après semestre d'excellents résultats. Nous pensons que les petites sociétés de qualité et aux finances saines rebondiront tout simplement plus que le marché. Nous avons par exemple une société en portefeuille qui vaut moins que le cash à la banque, qui rachète ses propres actions, qui se paye environ 5 fois les résultats 2008, et qui ne devrait pas forcément connaître de baisse de chiffre d'affaires en 2009, car son business model est plutôt bien adapté à une crise économique. Comme cette société n'a pas besoin d'autant de cash, nous lui avons suggéré de payer un gros dividende. Le capital étant réparti entre plusieurs membres d'une même famille, nous pensons qu'ils seraient tous ravis. Et le titre pourrait facilement doubler ou tripler. Avant qu'une société du CAC 40 ne double sa capitalisation boursière, il faudra du temps et de très bonnes nouvelles micro et macro économiques. Pour que certaines de nos petites sociétés fassent de même, il faudrait simplement que le management redonne confiance au marché sur leur capacité à traverser la crise sans perdre plus que l'équivalent de leur capitalisation boursière, c'est-à-dire le cash qu'elles ont à la banque. Or pour le moment, la plupart de nos entreprises ne perdent pas d'argent, voire ont toujours de très confortables cash flow. Nous pensons donc que les petites valeurs que nous avons en portefeuille seront un fort vecteur de performance pour l'avenir de nos fonds. Nous avons aussi des grands leaders mondiaux en portefeuille. Comme **Google**, qui dispose de 20 milliards de cash, et qui est probablement le support publicitaire le plus résilient à la crise, puisque ses effets sont directement mesurables par les annonceurs. Une annonce sur **Google** provoque immédiatement une hausse de l'audience, du chiffre d'affaires, du résultat net ! Même et surtout en temps de crise, pourquoi s'en priver...

Des Nouvelles du Peak Oil

Nous espérons comme tout le monde que demain les taxis, les bus et les camionnettes de livraisons rouleront à l'électricité. Puis qu'après demain nous aurons tous des voitures propres. Cela arrivera sûrement un jour et peut-être plus vite que prévu. D'ailleurs la consommation mondiale de pétrole a déjà sérieusement baissé depuis 2007. Mais, en même temps, la déplétion naturelle des champs pétroliers s'accélère dans le monde entier. Les experts estiment que les puits en production perdent chaque année de 4 à 6 millions de barils/jour de capacité. Pour remplacer ce déclin inexorable, il faut découvrir puis mettre en production une Arabie Saoudite tous les deux ans ! C'est un très beau challenge, alors que toutes les compagnies étranglées par des prix trop bas coupent très largement dans leurs budgets d'investissement. Il faut aussi noter que le pouvoir oligopolistique de l'OPEP se renforce de jour en jour. Car les prévisions des pays producteurs qui ne font pas partie du cartel sont régulièrement revues à la baisse. La Norvège et la Russie par exemple connaissent des baisses

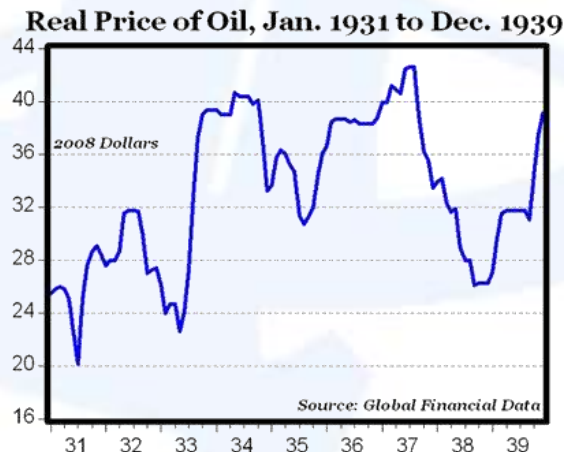


sensibles de leur production. Quant au Mexique, qui exporte plus de 1,4 millions de barils par jour, il pourrait devenir importateur net dans moins de 10 ans. Peut-être pourra-t-on bientôt le comparer au cas de l'Indonésie. Ce pays est sorti de l'OPEP, parce que ses exportations de plus de 1 million de barils jours se sont transformées en importations, sur une période de seulement vingt ans.



Source : BP Statistical Review

L'OPEP a donc toujours de belles cartes en main. Et la crise actuelle renforce le problème du Peak Oil. Les investissements, aussi bien dans la recherche pétrolière que dans les énergies renouvelables sont ralentis. Pour des problèmes de financement, mais aussi parce que les prix de l'énergie ont baissé : cela met en péril la rentabilité de nombreux projets. Le prix du pétrole pourrait donc être extrêmement volatil, et pas forcément toujours à la baisse. Il est intéressant aussi de regarder l'évolution des prix lors de la grande dépression des années trente :



Le gigantesque gisement d'East Texas fut découvert en septembre 1930, et moins d'un an plus tard il produisait plus d'un million de barils par jour, soit pratiquement la moitié de la demande américaine de cette époque. Cela n'a pas empêché les prix de très bien se tenir dans les années qui suivirent. En grande partie parce que des mesures de contrôle de la production furent organisés par la Texas Railroad Commission, créée à l'origine pour remettre de l'ordre dans le système de chemin de fer de cet état. L'ancêtre de l'OPEP en quelque sorte. Sauf que la garde nationale fermait les puits manu militari.



En conclusion, on ne sait pas bien sûr ce que vont faire les prix. On peut simplement dire que sous les 40 dollars, des capacités de production sont détruites, de la même manière que la hausse vertigineuse de 2008 a détruit une partie de la demande. Et que la crise actuelle renforce la thèse que les prix du baril seront d'une grande volatilité sur les dix prochaines années. Nous sommes toujours à la recherche d'entreprises de croissance qui profiteront d'une hausse des prix du pétrole. Mais les prix actuels nous donnent aussi l'opportunité de réduire les risques avec des sociétés qui prospéreront avec des prix entre 40 et 60 dollars.

Votre Équipage dévoué

