



Chers Amis Investisseurs,

Vos FCP Sextant ont bien rebondi en 2009, et en performance relative nous retrouvons de belles couleurs. Sextant PEA est ainsi devant le CAC40 sur 1, 3 et 5 ans, et bien sûr depuis la création du fonds en janvier 2002. Voilà donc huit ans que la petite aventure Sextant a commencé. À l'échelle du temps de l'investisseur long terme, nous n'avons pas encore fêté notre premier anniversaire. Je crois qu'il faut une dizaine d'années pour tirer des premières conclusions, et souffler une première bougie. Après la terrible année 2008, on pourrait simplement dire que nous ne sommes pas morts, ce qui n'est déjà pas si mal. On pourrait aussi dire que nous avons battu les principaux indices boursiers 7 années sur 8, et que notre premier fonds a fait fois trois quand le CAC 40 a fait zéro moins. Mais il y a aussi de gros points noirs. Nos clients, les courageux et patients porteurs de parts Sextant, peuvent rentrer et sortir chaque jour sur nos FCP. Certains sont donc rentrés au plus haut il y a deux ans et perdent encore plus de 30% de leur mise. Sur une perspective de long terme, ce n'est pas dramatique. Mais nous ne sommes pas là pour vous faire perdre de l'argent, et bien sûr nous allons travailler dur pour remonter la pente.

Perspectives économiques scientifiques

J'ai un ami d'enfance qui s'appelle Laurent Saloff-Coste. Il était très fort en ski et en maths à l'école. Aujourd'hui il est professeur à l'Université de Cornell aux États-Unis (il n'y a pas de piste de ski à Cornell, il est donc prof de math). Même s'il écrasait toujours tout le monde en gymnastique et à peu près dans toutes les matières, il était très humble et ne faisait jamais le fanfaron. C'est pourquoi je l'ai cru sans hésitation lorsqu'il m'a parlé de son métier la dernière fois que je l'ai vu, et qu'il m'a raconté que seule une petite dizaine de personnes dans le monde pouvait réellement comprendre les résultats de ses dernières recherches. Un ou deux Indiens, un Chinois, un Russe, Pour échanger des idées autour d'un verre il est obligé de faire le tour du monde ! Voici l'introduction de son dernier article, publié en juillet 2009, c'est très amusant et poétique :

Nous allons discuter des problèmes posés par l'étude quantitative de chaînes de Markov inhomogènes en temps. Les deux notions principales de notre sujet sont la confluence et la stabilité. La confluence (appelée aussi ergodicité faible) apparaît lorsque la chaîne oublie son point de départ. C'est une propriété de perte de mémoire. L'interrogation sur la Stabilité concerne l'équilibre vers lequel tendrait la chaîne, avec des variations temporelles. Nous décrirons ainsi un exemple où l'équilibre est de type binomial.¹

Laurent m'a expliqué qu'il ne savait pas trop à quoi ses recherches pouvaient servir, mais qu'un jour ses travaux seraient compris par un plus large auditoire et qu'un physicien ou un autre mathématicien y trouverait des applications pratiques. Et je suis sûr qu'il a raison.

¹ C'est beaucoup plus joli en anglais: "We discussed problems posed by the quantitative study of time inhomogeneous Markov chains. The two main notions for our purpose are merging and stability. Merging (also called weak ergodicity) occurs when the chain asymptotically forget where it started. It is a loss of memory property. Stability relates to the question of whether or not, despite temporal variations, there is a rough shape describing the long time behavior of the chain. For instance, we will discuss an example where the long time behavior is roughly described by a binomial, with temporal variations."

Par ailleurs cette étude a été présentée à Berlin devant 300 personnes. Mais ont-ils vraiment tous compris ?



Les travaux du professeur Saloff-Coste n'auront probablement jamais de retombée dans le domaine qui nous intéresse, l'investissement, et probablement aucune retombée dans aucun domaine avant bien longtemps. On pourrait dire sûrement la même chose à propos de la plupart des travaux des économistes. La différence c'est que les mathématiciens ont un sens poétique qui leur permet d'accepter de travailler dans l'abstrait absolu, alors que les économistes sont persuadés de travailler toujours dans le concret. Ils se trompent bien sûr. Conclusion : les perspectives économiques de notre pays et de notre planète sont difficiles à prévoir dans l'état actuel de la science.

Autrement dit, l'économie est un sujet très complexe, et la plupart des gens (y compris votre serviteur) ne devrait pas en parler. Ou au moins éviter de prendre des décisions basées sur des réflexions ou des opinions autour de cette discipline. Lorsque j'étais jeune broker il y a une vingtaine d'années, j'étais bien embêté lorsqu'il fallait commenter des indicateurs économiques auxquels je ne comprenais rien. Il fallait parler par exemple du taux lombard, et expliquer pourquoi Carrefour perdait 2% parce que ce taux -qui ne venait même pas d'Italie- montait d'un quart de point. Il y avait aussi la masse monétaire M1 et la Fed. Je pensais être le seul à ne pas comprendre, jusqu'à ce que je lise Peter Lynch, dans son excellent livre « One up on Wall Street » :

When I was in the army M-1 was a rifle and I understood it. Suddenly M-1 was this critical digit on which the entire future of Wall Street depended, and I couldn't tell you what it was...What better reason to sell stocks than that "the M-1 is rising - even if you weren't sure what the M-1 was. Then suddenly we heard nothing further about the dreaded rise in the M-1 money supply, and our attention was diverted to the discount rate that the Fed charges member banks. How many people know what this is? You can count me out once again. How many people know what the Fed does? William Miller, once Fed chairman, said that 23 percent of the US population thought the Federal Reserve was an Indian reservation, 26 percent thought it was a wildlife preserve, and 51 percent thought it was a brand of whiskey...

Comme ce livre a été écrit il y a plus de 15 ans, si j'ai renoncé à différencier un fusil d'assaut d'une masse monétaire informe, j'ai un peu progressé sur la Fed. Je sais maintenant qu'elle imprime (beaucoup) de billets de banque.

Perspectives Économiques de l'Investisseur Sextant

Le mieux pour un investisseur est de prévoir le pire. Sachant que le pire n'est pas la fin du monde. La fin du monde existe pourtant (le communisme par exemple), mais si on la prévoit on achète des diamants et on s'enfuit je ne sais où. Il se trouve qu'aujourd'hui un scénario très noir pour l'Europe et les États-Unis n'est pas très difficile à écrire.

Une des seules choses prévisibles sur les 20 prochaines années, c'est la structure démographique de notre planète. On ne sait pas combien d'enfants naîtront en 2010 (en tout cas déjà deux depuis le début de l'année chez Amiral Gestion, Raphaël Komilikis et Paul Badelon !), mais on connaît déjà précisément le nombre de citoyens français qui auront 30, 50 ou 65 ans en 2020 ou en 2030. Sans rentrer dans les détails, on peut dire que l'on est passé d'une situation très favorable dans les années quatre vingt dix à deux mille à une tendance très défavorable pour les vingt prochaines années. Peu de retraités (les enfants des années trente et quarante) mais beaucoup de travailleurs expérimentés et gros consommateurs (les baby boomers de 1946 à 1965) jusqu'en 2010. De plus en plus de retraités et de moins en moins de travailleurs-consommateurs à partir de cette même année. On travaille mieux et on



dépense plus à 45 ans qu'à 25 ou 70. Dommage pour la croissance économique de l'Espagne, de l'Italie, de l'Autriche, de l'Allemagne ou du Japon. Mais aussi de la France et des États-Unis. Si l'on rajoute que ces États sont déjà globalement très endettés, on voit mal comment ils pourront faire face à leurs engagements vis-à-vis de leurs créiteurs et de leurs populations vieillissantes. Il faudra payer plus d'intérêts sur la dette, plus de retraites, plus de dépenses de santé. Le tout avec moins de cotisants et moins de contribuables. Ça peut faire un peu peur.

Chaque jour, notre espérance de vie augmente de 5 heures. C'est plutôt une bonne nouvelle pour accompagner les petits Paul et Raphaël loin dans la vie. Mais à la fin, tout finit par se gâter un peu, n'est ce pas ? Jusqu'aux années soixante, les Américains finissaient leurs jours chez eux vers 70 ans. Aujourd'hui, aux États-Unis, on ne meurt plus à la maison, mais après avoir passé en moyenne 80 jours à l'hôpital la dernière année de sa vie, vers 78 ans. A partir de 90 ans, je vous promets de recommencer à pratiquer la chute libre et la chasse au requin à mains nues pour améliorer les statistiques, mais ça ne suffira pas à boucher le trou de la sécu.

Ce qu'il faut bien comprendre, c'est l'événement démographique stupéfiant qui a eu lieu en Europe et aux États-Unis à partir de 1945 et jusqu'aux années 60. Les naissances ont brutalement augmenté de plus de 40% en une année, et ont continué sur le même rythme pendant plus de 20 ans. Dans les années 90, le résultat fut une brutale augmentation de la tranche des 45-55 ans, c'est-à-dire du nombre de travailleurs expérimentés et de bons consommateurs. Cette tranche va désormais diminuer d'année en année, alors que le nombre de départ en retraite est en train d'exploser, et que la pyramide des âges s'élargit toujours plus vers le haut. En Espagne il y a davantage de gens de 70 ans que de bébés de 1 an ! Qui pourrait dire que cela n'a pas une influence négative pour la croissance économique des 15 prochaines années ?

En 1994, j'avais lu un livre incroyable, recommandé en quatrième de couverture par Michel Rocard lui-même : « *The Great Boom Ahead* », d'un certain Harry Dent. Ce livre, écrit en 1992, en pleine déprime économique, expliquait qu'à partir de 1994, et jusqu'en 2007, l'économie allait connaître une formidable embellie, le Dow Jones atteindrait 10.000 points (une prévision folle à l'époque), le déficit budgétaire US redeviendrait positif, que les gains de productivité seraient toujours meilleurs que prévu, et que l'inflation allait fortement baisser. Il prévoyait aussi que la bourse allait s'effondrer en 2008.... Ce livre m'a beaucoup marqué car pour la première fois de ma vie j'avais l'impression de comprendre l'économie. Tout devenait simple : plus il y a de consommateurs, plus il y a de consommation. Plus il y a de travailleurs expérimentés, plus il y a de gains de productivité. Moins il y a de retraités plus il est facile de manipuler les systèmes de retraite, plus il y a de retraités et plus ces systèmes feront faillite. Il fallait y penser, mais comme il n'y avait aucune formule mathématique dans le livre et qu'Harry Dent a profité de son succès pour vendre des prévisions à court terme un peu farfelues, il n'a pas eu le prix Nobel. Pourtant je ne connais personne qui ait eu une vision de l'avenir aussi précise, exacte, avec des arguments aussi simples. Mais quelles conclusions peut-on tirer de tout cela pour nos investissements Sextant ?

En 1994, je n'ai tiré qu'une seule conclusion de ce livre et du baby boom de 1945. On devient presbyte en moyenne à 45 ans. Les « primo-accédants » aux lunettes chères et fortement margées par les distributeurs et fabricants de verres allaient augmenter brutalement de 40%. Je suis donc descendu de mon bureau pour visiter les opticiens sur les Champs-Élysées. J'ai vu des magasins tristes et démodés. Et puis je suis tombé sur Grand Optical, qui par chance (ou serendipité, je reviendrai sur ce joli mot un de ces jours), s'introduisait en bourse quelques mois plus tard. Donc, acheter. Merci Monsieur Dent. En 2008, je n'ai tiré aucune conclusion de son livre et nous avons tous perdu beaucoup d'argent. Aujourd'hui, je tire la conclusion simple suivante : de la même manière que les économistes ont toujours été surpris dans les années quatre-vingt dix par les gains de productivité et



par la robustesse de la croissance aux USA, ils seront souvent déçus par la faiblesse des économies des pays occidentaux.

L'investisseur Sextant sera donc très prudent et ne jouera pas un rebond de la croissance sur les prochaines années (si elle a lieu, tant mieux). Il s'intéressera à des sociétés très résilientes à un ralentissement économique général, et à des régions à démographie positive, comme le Brésil, la Chine ou l'Inde par exemple. Le tout en refusant de payer pour des actifs trop généreusement évalués. L'investisseur Sextant se prépare aussi à des conditions de marchés beaucoup moins faciles sur la période 2010-2030 que sur la période 1994-2007. Finalement, comme toujours, l'investisseur Sextant reconnaît qu'il ne sait pas trop ce que l'avenir lui réserve en termes de conjoncture économique, et que le mieux est de se préparer au moins à la morosité.

Noirs sur l'économie, et très investis en actions

La bourse ne reflète pas l'état de notre économie, mais l'anticipation des joueurs sur la conjoncture (le fameux M-1 de Peter Lynch) et les résultats des entreprises. Donc rien n'est simple. Comme la bourse s'est déjà effondrée, elle pourrait monter sans reprise économique en 2010. Ou bien le contraire. Dans cette confusion générale, le mieux est de se concentrer sur ce que l'on a plus de chance de comprendre : les entreprises. Voici pourquoi on peut être assez noir sur l'économie (mais y a-t-il vraiment des optimistes ?), et très investis en actions.

Boiron et Pharmagest, la santé à petit prix

Crise ou pas, vous allez vous soigner en 2010. Et puis en 2011, vous aurez un an de plus et votre consommation de médicaments va augmenter. Petit à petit, votre pharmacien deviendra votre commerçant préféré. Pour ma part, c'est déjà fait, et depuis longtemps. Je déteste faire les courses, mais j'adore les pharmacies, mon seul espoir de peau plus jeune, de chevelure abondante, et d'haleine fraîche au réveil. Je ne sais pas pourquoi, mais je trouve que mes pilules anti-âge marchent mieux si je les achète plus cher à un professionnel de la santé en blouse blanche plutôt qu'aux caissières (néanmoins fort sympathiques) de Monoprix. Je dois ajouter aussi que, crise ou pas, j'achèterai en 2010, en 2011 et chaque année jusqu'à la fatale chasse au requin un tube d'Homéoplasmine. Un produit formidable à mettre dans toutes les narines pour lutter contre les méfaits de l'air conditionné, du trop froid ou du trop sec. C'est pourquoi nous avons beaucoup d'admiration pour les sociétés Boiron et Pharmagest.

Boiron est le leader mondial de l'homéopathie. Cette médecine existe depuis le début du XIX^{ème} siècle et son développement ne fait que s'accélérer depuis de nombreuses années dans des pays comme les États-Unis ou le Brésil.

Pharmagest est le leader en France pour l'équipement informatique de nos officines préférées. Ils permettent aux pharmaciens de gérer leurs stocks, de communiquer par Internet avec la sécu et votre mutuelle, et leur rend des tas d'autres services très utiles.

Ces deux sociétés sont pleines de cash et de projets de développement. Leurs résultats ont progressé en 2008 et 2009. Les ratios de valorisations sont modestes. Et nous admirons leurs managers depuis presque 10 ans. Nous avons été actionnaires de ces deux sociétés dans le passé, et nous avons profité de points d'entrées très intéressants en 2009 pour revenir sur ces entreprises.



Google, le meilleur du net

Google a changé nos vies, et permet chaque jour à des millions d'entrepreneurs de se faire connaître. Sur Google, il y a la publicité la plus efficace et donc la plus utile que nous connaissons. Ce titre est très volatil, et régulièrement nous en rachetons dans des creux de marchés. Les ratios de valorisations sont élevés mais raisonnables pour une des plus belles entreprises du monde.

Hongguo : En Chine, il y a beaucoup de pieds à chausser ! Nous en avons recensé 2 667 225 936 environ. Hongguo est le troisième fabricant de chaussures de femmes. Quand nous avons commencé à nous y intéresser en juin dernier la société avait un PE de 5X l'année en cours et les stocks de chaussures couvraient les 2/3 de la capitalisation boursière. On peut compter sur un avenir radieux. Le management le pense aussi, il vient de faire une proposition de retrait de sa société de la bourse de Singapour. On les aurait bien accompagnés plus longtemps.

D'autres idées d'investissement

D'une manière générale, nos entreprises ont les reins solides avec souvent beaucoup de cash à la banque. Par exemple, Sucrière de Pithiviers. 85% de sa capitalisation boursière est couverte par sa trésorerie. Le marché ne s'intéresse pas à cette société en raison de la faible liquidité de son titre. Pourtant, l'année qui vient de s'écouler a vu le résultat net de la société doubler, et 2010 devrait être encore meilleure en raison d'une récolte française exceptionnelle combinée à des prix du sucre records à l'international. Nous sommes en compagnie de l'un des meilleurs investisseurs value au monde et, comme lui, sommes prêts à être très patients, en encaissant de confortables dividendes chaque année.

Des Nouvelles du Peak Oil

En novembre dernier, l'AIE a radicalement changé de camp. Représentant les intérêts des pays de l'OCDE, donc des acheteurs, l'Agence Internationale de l'Energie avait toujours refusé d'envisager sérieusement l'hypothèse du Peak Oil. C'est désormais chose faite puisque Fatih Birol, son chef économiste, a situé l'échéance à 2020. Dans une interview donnée au Guardian, que vous pouvez visionner sur Internet grâce à Google, Monsieur Birol explique que l'AIE est désormais beaucoup plus prudente sur les ressources pétrolières de la planète. Le taux de déplétion global, auparavant chiffré à 3,7%, a été relevé à 6,7% dans le dernier World Energy Report. Un chiffre impressionnant quant à la violence du phénomène. En français, la déplétion cela veut dire que les champs pétroliers actuellement en exploitation connaissent une baisse de production annuelle, en l'occurrence de 6,7%. La production mondiale étant d'environ 80 millions de barils par jour, cela veut dire que chaque année, pour la maintenir, il faut mettre en production de nouveaux champs produisant la bagatelle de 5,5 millions de barils par jour, soit 80% de la production des Etats-Unis ou encore la moitié de la capacité de production de l'Arabie Saoudite. Un joli défi ! Et pas gagné d'avance, surtout si le cours du baril baisse. Pour se lancer dans des investissements massifs, avec du pétrole de plus en plus compliqué à extraire, les compagnies ont besoin d'une bonne visibilité sur les prix. Il est assez désagréable de se lancer dans un projet rentable à 60\$ le baril si le prix est seulement de 70. C'est une marge de sécurité un peu faible.



On l'a vu depuis 2 ans, tout peut arriver sur le marché de l'or noir. Y compris une forte hausse des cours, qui pourrait s'avérer être le seul moyen d'ajuster l'offre et la demande si les capacités de production venaient à manquer.

Au niveau de prix actuel, il reste en tout cas de nombreuses entreprises pétrolières très intéressantes. Nous regardons aussi le secteur des énergies renouvelables, et après une brève incursion l'année dernière, nous sommes ressortis effrayés à nouveau par des ratios de valorisations très élevés et des défis technologiques que nous ne maîtrisons pas toujours très bien. On continue à travailler ce secteur.

Nous pensons qu'il est toujours très intéressant d'avoir quelques parts de Sextant Peak Oil en portefeuille pour le long terme. Parce qu'il y a de bonnes entreprises dans ce secteur qui gagneront très bien leur vie avec un baril entre 60 et 90\$. Mais aussi parce que revoir le prix au-dessus de 100\$ est parfaitement envisageable.

Des nouvelles de l'Équipage

Deux bébés depuis le début de l'année, et une nouvelle recrue, Victor Benavides, un jeune Chilien qui nous aidera à chercher de bonnes idées en Amérique du Sud. Nous continuerons à investir sur notre équipe de gestion, la terre est vaste.

À bientôt

FB