

LETTRE SEXTANT

De retour d'Amérique Latine

Sao Paulo, 29 septembre,

L'avion a enfin atterri. Une voix nous remercie d'avoir voyagé sur American Airlines. Air France est en grève, nous avons dû faire escale à New York avant de nous envoler pour le Brésil. Nos premiers rendez-vous nous plongent dans les rues de Sao Paulo. On devine un soleil de plomb derrière les nuages de pollution qui écrasent la ville. Les embouteillages nous donnent le temps d'observer une urbanisation dense et chaotique qui résume à elle seule tous les contrastes des pays émergents. La croissance des dernières années apparaît comme une évidence à tous les coins de rue. Les nouveaux buildings s'entassent sur la vétusté de leurs aînés, les centres commerciaux s'installent dans tous les quartiers de la ville et concentrent les aspirations de divertissement et de consommation d'une nouvelle classe moyenne déjà trop endettée. L'espoir est partout, l'énergie rayonne, tout est possible ! Et pourtant, les défis sont tout aussi impressionnants.

On renoue alors avec les sentiments mélangés et confus éprouvés à Bangkok, Shanghai ou Bombay. Pourtant, au moins une différence majeure s'impose à nous. Après plusieurs jours de meeting avec des développeurs de centres commerciaux, des leaders de la distribution, des assureurs santé, des laboratoires d'analyse ou encore des gérants de fonds de Private Equity, une conviction se renforce. La gouvernance des entreprises brésiliennes est en règle générale bien meilleure que celle de leurs homologues asiatiques. Les managers sont pour la plupart formés aux Etats-Unis, concentrés sur la rentabilité de leurs investissements, conscients de l'importance de l'allocation du capital et des ressorts de la création de valeur. C'est déjà une très bonne nouvelle, souvent la clé de la performance de nos investissements, et ce qui manque cruellement dans de nombreux pays. Dans les pays émergents, nous devons rester très vigilants sur la qualité des équipes dirigeantes, sur les objectifs réels des familles fondatrices souvent encore aux manettes de leur entreprise, et sur les procédures de gouvernance mises en

place pour imposer contre-pouvoir et transparence. De ce point de vue-là, le Brésil est un terrain plutôt accueillant. Nous avons particulièrement apprécié notre rencontre avec le directeur du développement d'**Iguatemi**, le leader brésilien des centres commerciaux haut de gamme, qui n'a rien à envier à **Unibail**.

Mais au-delà des entreprises elles-mêmes, la gouvernance du pays est déterminante. Toutes nos discussions avec les managers rencontrés commencent par des pronostics sur l'issue des élections qui se jouent dans quelques jours. Aucun de nos interlocuteurs ne semble disposé à soutenir Dilma Rousseff, la présidente en place, alors que tous les espoirs se tournent vers Marina Silva, sa principale challenger selon les sondages. Pas le moindre signe de soutien à Dilma Rousseff dans toute la ville ! Mais le Brésil est un continent, et très loin de l'effervescence de Sao Paulo, les électeurs du Nordeste, ou ceux d'Amazonie, ne partagent pas tous les convictions du monde des affaires. Le dimanche suivant, Dilma Rousseff arrive en tête du premier tour avec 41% des voix, et surprise c'est l'outsider Aceo Neves qui arrive second avec un score de 33%. Le social-démocrate Neves incarne plus encore que Marina Silva le changement et la modernité indispensable pour espérer connaître un nouveau cycle de croissance dans le pays. Son élection serait certainement une très bonne nouvelle pour les Brésiliens et sans aucun doute une rupture sur le marché plombé par une direction politique calamiteuse.

Tout cela n'est pas sans nous rappeler l'Inde qui vient de passer le test avec succès avec l'élection de Narendra Modi au mois de mai. Le "Reagan Indien" s'attèle désormais à mettre fin à plusieurs années de mauvaise gouvernance et d'immobilisme dans le pays. On pense également aux espoirs suscités par l'élection de Joko Widodo. Le gouverneur de Jakarta, appelé familièrement « Joko » par la population et les médias, ne joue pas au tennis mais deviendra président de l'Indonésie avant la fin de la semaine. C'est peut être un vent de modernisme qui souffle sur les grands pays émergents ! On se prend à

rêver d'un axe Joko – Modi – Neves qui pourrait imposer un nouveau modèle de développement et constituer une très bonne nouvelle pour nos investissements.

En fait, l'élection de Modi nous a déjà permis de connaître de très bonnes performances ces douze derniers mois en Inde. Ces résultats sont le fruit du travail effectué en 2011 et 2012 où nous avons, contre vents et marées, voyagé dans le pays et chercher à trouver des entreprises bien gérées, capables de traverser les secousses politiques tout en profitant de niveaux de valorisation très faibles. C'est bien ça qui nous amène aujourd'hui au Brésil, où nous n'étions pas retournés depuis plusieurs années. Dilma Rousseff a fini de déprimer les investisseurs internationaux, et nous aussi d'ailleurs... Mais nous avons appris à voyager déprimés dans des pays où les taxis pleurent sur le sort de leur économie. Nous essayons au contraire de déserrer les forums où tous les investisseurs s'amassent dans des salles de conférence surchargées. C'est un exercice difficile ; broyer du noir à des milliers de kilomètres de chez nous n'est jamais agréable ; éviter les moments d'euphorie où la communauté internationale célèbre la gloire d'un pays, ou plutôt celle d'un marché..., est toujours un peu frustrant. Bien pire encore, ça nous impose de supporter des périodes de sous-performance, de laisser passer des trains sans certitude de pouvoir les rattraper. Mais nous sommes persuadés, comme l'histoire de l'investissement nous l'enseigne, que c'est la clé de la surperformance à long terme. C'est une certitude : nous devons compter sur nos vacances pour les voyages exaltants !

Santiago, 4 octobre,

Après 30 heures de meeting au Brésil, autant de temps passé dans les embouteillages, nous voilà à Santiago pour le week-end. L'air est enfin agréable, la ville est structurée et apaisante, entourée de montagnes rassurantes, on se croirait en Suisse. La politique du pays est également digne de la Suisse, c'est la force du Chili qui est une destination de rêve pour les investisseurs ; depuis 25 ans la cible d'inflation de la banque centrale est restée stable à 3% malgré la succession de sept gouvernements. La dette du pays est négative... Je m'explique, c'est difficile à comprendre pour un Européen : le pays a plus d'actifs financiers qu'il n'a de dette. Autrement dit il ne doit rien à

personne mais est créancier net ! Le chef économiste de Banco de Chili, la première banque du pays, était très fier de nous expliquer tout ça, bien conscient qu'il n'avait, du moins sur ce sujet, rien à envier à la France.

Le potentiel du pays est pourtant limité : avec 18 millions d'habitants, le Chili fait pâle figure à côté du géant brésilien. C'est pour cela que les entreprises chiliennes s'attaquent depuis plusieurs années au Pérou et à la Colombie, deux pays en plein essor qui combinent un marché de 77 millions de consommateurs. **Parque Arauco** et **Falabella**, deux spécialistes des centres commerciaux et de la distribution, sont déjà des leaders bien établis au Pérou et en Colombie où ils exportent leur capital mais également leur expérience et leurs « best practices ». Le Chili est sans aucun doute un moteur de développement pour l'ensemble des pays Andins.

Paris, 9 octobre,

Nous voilà de retour, rassurés sur la pertinence de nos quelques investissements dans la région, porteurs de nouvelles idées en germe dans nos cerveaux encore tourmentés par l'issue des élections brésiliennes dont le deuxième tour doit se jouer d'ici la fin du mois. Si de nombreuses questions sur les entreprises rencontrées et sur la politique brésilienne restent en suspens et ne cesseront d'animer nos débats, une question ne fait plus aucun doute : la pertinence du choix d'Amiral Gestion d'investir à l'international. Bien sûr, les opportunités sont multiples, le monde dans son ensemble nous ouvre un terrain de jeu vaste et passionnant. Mais plus que ça encore, la gestion est devenue un sport international qui doit se pratiquer dans les avions entre Shanghai et Santiago en passant par Bombay, New York et Sao Paulo. Le gérant spécialisé sur les small caps France ou sur les mid caps européennes est en fait confronté en permanence à la réalité brésilienne, chinoise, indienne, ou aux caprices de l'innovation californienne. A Sao Paulo, nous avons rencontré **GP Investment**, le fonds d'investissement qui vient de céder la société de gestion de flotte **Sascar** à Michelin, un meeting très enrichissant pour qui veut comprendre la stratégie de diversification dans les services du leader mondial du pneumatique, ainsi que les enjeux de son expansion au Brésil. Un rendez-vous de dernière minute avec **Concha y Toro**, un des trois

mastodontes qui se partagent le marché du vin au Chili, a renforcé notre conviction dans la pertinence du modèle de développement très similaire de la société espagnole **Baron de Ley** dans la Rioja.

Les chaînes de production sont éclatées à travers le monde, les nouveaux investissements de nos champions nationaux se concentrent pour la plupart dans les pays émergents, l'économie de l'Internet qui bouleverse tous les business models s'invente aux Etats-Unis et bientôt en Chine. Nous validons année après année, que l'expertise internationale, développée avec constance depuis 2005, constitue aujourd'hui un de nos principaux avantages compétitifs en France et Europe.

Nicolas Komilikis, Louis d'Arvieu

Avertissement : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps. Source : Amiral Gestion.