

LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 5 mai 2008

Les hésitations du S&P 500 dans la zone 1380-1400 points se sont muées en une franche hausse permettant la rupture des résistances, conformément à nos anticipations (cf. nos deux dernières lettres disponibles sur le site). Plus que jamais notre stratégie de d'acheter des actifs risqués, en particulier des actions demeure d'actualité. Cela ne signifie en rien que l'avenir est dénué de risque et que la hausse sera sans à-coups.

Si la hausse récente est intervenue alors que le pétrole reste à proximité des 120\$, il faudrait tout de même veiller à ce que sa progression ne vienne pas gâcher la fête. Après avoir craint chaque phase de hausse depuis des années, les investisseurs semblent s'habituer à un pétrole toujours plus cher et ne plus craindre son effet sur l'économie. Ils sont encore concentrés sur d'autres sujets (ralentissement économique, dépréciations d'actifs, prix des produits agricoles...). Pourtant, il y aura bien un niveau à partir duquel l'économie mondiale souffrira. Où situer ce niveau ? Sera-t-il atteint ?

D'abord il faut reconnaître avec étonnement qu'il était difficile d'imaginer en octobre 2002 un marché actions qui double (110% pour le MSCI World) et un pétrole qui quadruple. Au cours d'un passé plus récent, l'envolée conjuguée du pétrole et des spreads de crédit aurait pu avoir des conséquences bien plus dramatiques sur l'économie mondiale et les marchés d'actions. En réalité, la corrélation entre le pétrole et les actions est instable. D'un point de vue historique, il semble qu'elle dépende de la dynamique économique. Durant les périodes fastes, la corrélation est positive. L'inverse est également vrai. L'explication suivante peut être avancée. Au cours des périodes où l'économie est forte, les entreprises ont les moyens d'absorber une hausse des coûts énergétiques. A l'inverse, lorsqu'elle faiblit, les investisseurs considèrent la hausse du pétrole comme une taxe et un fardeau supplémentaire pour les entreprises.

Pour comprendre l'effet de la hausse du pétrole sur l'économie, il faut d'abord reconnaître l'évidence : l'économie dispose d'une capacité à absorber la hausse des prix pétroliers. Les taux d'intérêt sont le principal contrepoids. En effet, depuis 1998 pétrole et taux longs sont négativement corrélés. Si le poids des dépenses énergétiques (consommateurs+entreprises) seules rapporté au PIB représente un poids quasiment identique au pic de 1981, il est bien plus faible qu'à l'époque si l'on y rajoute le poids de la dette (5.7% vs. 7%). En effet, souvenons-nous qu'au début des années 80 les taux étaient non seulement bien plus élevés (15 % à 16 %) mais aussi corrélés positivement aux cours du pétrole.

Un autre point favorable dans la comparaison aux années 80 est la rapidité de la hausse. Une hausse progressive permet aux acteurs économiques de s'adapter. En 1973 et 1979, les prix ont progressé respectivement de 180% et 160% sur une très courte période. Depuis fin 2001, la hausse moyenne n'est « que » de 32% par an.

Enfin, l'économie et les entreprises sont bien plus flexibles, il y a beaucoup moins de protectionnisme et de régulation qu'à l'époque. La croissance de la productivité est bien plus élevée.

Mais ne nous voilons pas la face, il existe sans doute un niveau de prix du pétrole à partir duquel l'impact sur l'économie sera tel qu'il poussera les actions à corriger fortement. Lequel? Bien évidemment la complexité de la question pousse à prendre des hypothèses, en l'occurrence deux. La première est de considérer que les taux courts et longs restent au niveau actuel. La seconde est que « le point où ça fait mal » est atteint lorsque le total des dépenses énergétiques et du service de la dette des entreprises et des consommateurs rapporté au PIB atteint le niveau de 1981. Ce niveau est autour des 150 \$ le baril. Bien entendu, une hausse des taux, ce qui est tout à fait envisageable pour la partie longue de la courbe dans les prochains mois, abaisserait ce seuil.

Ce niveau sera-t-il atteint? La hausse récente du pétrole a été rapide et une consolidation est possible : la Fed n'est pas loin ou a terminé son cycle de baisse des taux, le dollar se stabilise et la Chine montre des signes de décélération. Mais anticiper un pétrole durablement baissier n'est pas dans notre scénario, surtout pour des raisons tenant à l'offre. En particulier, il est surprenant que l'OPEP n'ouvre pas plus les vannes et remette systématiquement la responsabilité de la hausse du pétrole sur les vils spéculateurs. Cela jette un doute sur leur capacité réelle à augmenter leur production. Un autre souci vient des pays exportateurs. La plupart d'entre eux ont mis en place des subventions pour ne pas pénaliser leurs consommateurs résidents. Le résultat est une explosion de la demande intérieure de pétrole et une stagnation des exportations.

Devant ce goulot d'étranglement, une accélération de la demande risquerait de porter les prix au-delà du point de douleur. Une histoire à suivre en 2009 ?

QUI SOMMES-NOUS ?

Nous sommes une équipe de gérants expérimentés qui, après avoir travaillé dans des sociétés de gestion reconnues, souhaite porter un regard neuf et sans a priori sur son métier avec l'ambition de créer une société de gestion collective différente : Pragma Gestion.

Nous avons établi une approche pragmatique de la gestion. Elle ne privilégie pas une méthodologie puisqu'aucune n'est durablement supérieure à l'autre. Elle repose sur l'expérience des gérants et sur une analyse multicritère (macro-économique, financiers, politique&géopolitique, évolutions réglementaires et technologiques...) qui vise à identifier les tendances spécifiques susceptibles de modifier la structure de certains secteurs, régions ou économies. Par ailleurs, l'équipe de gestion utilise les recommandations d'« advisors » indépendants sélectionnés pour la pertinence de leurs recommandations. N'étant ni broker, ni Asset Manager, celles-ci gagnent en objectivité.

Nous mettons en œuvre une allocation d'actif réactive, et avons la possibilité d'investir sur l'ensemble des zones géographiques développées (Europe, USA, Japon) ou en voie de développement (Asie, Europe de l'est, Amérique latine, moyen orient...). Nos portefeuilles résultent d'une allocation d'actif, géographique et thématique.

Ils sont principalement composés de trackers, en particulier la part investie sur les actions et le marché obligataire. Ce sont des sous-jacents efficaces et peu coûteux.

Lors de la sélection des thèmes, nous appliquons une période d'incubation. En conséquence, lorsque l'équipe sélectionne un tracker, elle n'investit dans un premier temps qu'un montant limité, avant d'accroître la pondération lorsque le marché aura confirmé la tendance ou la dynamique positive soutenant cette thématique.

Nous effectuons un contrôle des risques quotidien. Au-delà du respect des contraintes réglementaires, celui-ci vise à limiter la baisse du fonds en cas de baisse brutale des marchés.

Grâce à l'absence de contraintes indicielles, nos fonds sont libres d'investir uniquement dans les meilleures idées, évitant ainsi toutes positions passives qui ne seraient justifiées que par leur poids important dans l'indicateur de performance.

En conclusion, nous souhaitons mettre à la disposition des investisseurs des fonds de trackers diversifiants.