

LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 9 juin 2008

Nous anticipions une correction des cours du pétrole depuis le 26 mai. Nous avons eu raison... jusqu'à vendredi dernier. La hausse a alors poussé les cours au-delà des précédents records. Mais les principales bourses (à l'exception du marché japonais*) n'ont pas profité d'une baisse de près de 11\$ entre le 26 mai et le 4 juin, contrairement à nos attentes. **Pourquoi la corrélation négative entre le pétrole et les actions n'a-t-elle pas tenue ? La hausse historique de 10\$ en une séance signifie-t-elle le « chant du signe » ou le début d'une phase de hausse ?**

Alors que le pétrole perdait près de 11\$, le S&P 500 baissait de 0.9% et l'EuroStoxx50 de 2.5%. Pourtant, les publications macro-économiques ont été dans l'ensemble conformes ou supérieures aux attentes. Mais les investisseurs se sont de nouveau focalisés sur les effets de la crise de l'immobilier américain. Les publications et les rumeurs concernant de nouvelles pertes sur des crédits hypothécaires chez Lehman Brothers ou Bradford&Bingley ont rappelé aux investisseurs que le marché du crédit restait fragile et que son rétablissement prendrait du temps. Dans le même temps, S&P a dégradé les notes de grandes banques d'investissement et d'assureurs monoline. Dans ce contexte, l'indice sectoriel S&P Bank a cassé ses plus bas de mars dernier. Le principal souci, ainsi que nous l'évoquions la semaine dernière (lettre disponible sur le site), c'est que les problèmes de l'immobilier US ne connaissent pas d'amélioration. Les taux de saisies et de retards de paiement restent élevés. Malgré une baisse de 20% depuis les plus hauts atteints à l'été 2006, les prix de l'immobilier devraient rester sous pression en raison de stocks de maisons invendues toujours élevés. Ces niveaux de stocks à ce stade du cycle sont plutôt inhabituels. Ils s'expliquent par le fait que les propriétaires ayant vendu leur bien retournent en location.

Selon Bloomberg, les provisions passées par les institutions financières dans le cadre de la crise « Subprime » dépassent les 380 Md\$. C'est un montant cohérent avec les estimations de plusieurs bureaux d'analyses faites ces derniers mois. Néanmoins, la baisse continue des prix de l'immobilier pourrait engendrer de nouvelles mauvaises surprises. Pour finir, la FASB (Financial Accounting Standard Board) étudie la modification de règles comptables qui obligerait les banques à rapatrier 5000 Md\$ dans leur bilan. Même si cette décision était étalée dans le temps, elle pousserait les banques à de massives augmentations de capital.

Le rebond du marché ne peut s'anticiper que dans le cas d'une stabilisation du secteur bancaire.

Nous continuons de penser que les prix du pétrole sont éloignés de leurs fondamentaux. Cela rend une correction possible. 20\$ ou 30\$ ne remettrait pas en cause ce qui suit, au contraire. Nous souhaitons insister sur le fait qu'il ne semble y avoir aucune raison pour qu'un retournement durable se profile. Une des deux conditions suivantes nous semble être un préalable à un « bear market » sur le pétrole : une modification de l'équilibre offre-demande qui pousserait les stocks à niveau nettement plus élevé et des politiques monétaires plus restrictives.

Même si l'on peut constater un affaiblissement de la demande de pétrole dans les pays développés, quoique nettement moindre que celui des années 1970, il est plus que compensé par les pays émergents. Il est cocasse de constater que les économies des pays en voie de développement peuvent se payer le luxe d'un pétrole à 130\$ contrairement aux pays développés. Etrange paradoxe qui s'explique de la manière suivante. De nombreux gouvernements de pays émergents, en particulier les producteurs, subventionnent les prix du pétrole. Par exemple, l'essence coûte environ 2\$ le gallon en Grande Bretagne et 1.5\$ en Allemagne, alors qu'elle coûte 0.5\$ en Russie, 0.4\$ en Arabie Saoudite et 0.15\$ en Iran. De plus, si les records du pétrole sont impressionnants en USD, c'est moins le cas en devises ayant connue une forte appréciation contre le dollar. En utilisant le panier de devise du FMI (Special Drawing Rights), les cours du pétrole sont à 50% des cours atteints en 1980.

L'augmentation de l'offre reste modeste. Malgré un montant record de 100 Md\$ dépensé en exploration et production, les 5 majors pétroliers ne parviennent pas à fournir plus de pétrole pour les raisons suivantes :

- Les coûts de production ont explosé. La difficulté de trouver une main d'œuvre qualifiée est exacerbée par le manque d'attrait du secteur durant les années 1980-90.

- Les gouvernements limitent l'accès à leur pétrole. La Russie ou le Venezuela augmentent leur participation dans les compagnies nationales. L'Algérie a imposé une taxe sur les profits. En 1970, les majors pétroliers avaient accès à 85% des réserves mondiales connues. Aujourd'hui, les foreurs n'ont accès qu'à 7%.

- En Russie, le système de taxation progressif sur les exportations de pétrole n'incite pas les producteurs à augmenter leurs efforts.

- La production de l'OPEP a à peine augmenté en 30 ans. On peut douter de leur réelle capacité à augmenter leur production. Alors que le dépassement des quotas de production fixés par l'organisation étaient permanent depuis 1999 (sauf en 2006), ce n'est plus le cas depuis le début de l'année.

Enfin, avant que le pétrole n'engage une baisse durable, si celle-ci était occasionnée par un déséquilibre offre-demande, il est probable que la corrélation négative entre les prix et les stocks ne tienne plus. En d'autres termes, les prix continueraient de monter pendant que les stocks se reconstitueraient.

Des politiques monétaires plus restrictives visant à combattre l'inflation constitueraient un signe avant coureur d'un retournement du pétrole. Mis à part la BCE, aucune grande banque centrale ne le prévoit encore. Même s'il est probable que la Fed ait terminé son cycle de baisse des taux, rien n'indique que la remontée soit proche. Le marché de l'emploi poursuit une lente dégradation, l'immobilier ne s'améliore pas. En Asie, même si certains pays connaissent une remontée inquiétante des prix, une inflation généralisée et en dehors de l'énergie et de l'alimentaire ne semble pas d'actualité.

Finalement une correction sur les cours du pétrole serait la bienvenue car elle éloignerait le moment où la hausse du pétrole serait autodestructrice du fait de son impact sur la demande mondiale. Nous maintenons l'idée de conserver des certificats sur le pétrole et/ou des valeurs pétrolières. Ils constituent un bon moyen de réduire la volatilité d'un portefeuille, grâce à une relative décorrélation, sans dégrader son espoir de performance.

* Depuis, notre recommandation d'achat dans notre lettre du 12 mai, l'indice japonais a gagné 14%.

QUI SOMMES-NOUS ?

Nous sommes une équipe de **gérants expérimentés** qui, après avoir travaillé dans des sociétés de gestion réputées, souhaite porter un **regard neuf** et sans a priori sur son métier avec l'ambition de proposer une gestion différenciante.

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 indicelles**, 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**.