

LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 17 mars 2008

Une surprise du cycle actuel est l'envolée des matières premières en 2008. Elle semble défier toute logique. En effet, historiquement, le pétrole et les matières premières industrielles faiblissent en même temps que l'activité économique. Pas cette fois !

Entre 2003 et l'été 2007, les actifs risqués se sont fortement revalorisés. Depuis lors, les matières premières divergent. Cette divergence s'accélère depuis quelques semaines. La hausse devient indiscriminée. Si l'on peut expliquer la hausse du pétrole ou de la graine de soja par la hausse de la demande chinoise, la progression du sucre ou de l'argent intervient alors que leurs fondamentaux ne sont pas très favorables à court terme.

Les investisseurs considèrent que cette classe d'actif représente une protection contre l'inflation, contre la crise financière et offre la possibilité d'investir sur le thème du découplage économique. Mais cela peut-il justifier n'importe quel cours ? Serions-nous dans un phénomène de bulle ?

Charles Kindleberger, économiste américain mort en 2003, a écrit en 1978 un ouvrage intitulé « Manias, panics and crashes ». Il plante le décor des bulles. L'auteur estime que 3 conditions sont nécessaires à la formation de bulle : un « déplacement économique », des liquidités pléthoriques et une modification des méthodes de valorisation. Ce préalable est aujourd'hui validé.

- Selon lui, un « déplacement économique » est une modification profonde du paysage économique qui crée de nouveaux gagnants et qui permet de « capturer » l'imagination et les phantasmes des investisseurs. L'industrialisation et la création de richesse de la Chine ou de l'Inde en sont des parfaits exemples. Des facteurs renforçant la crédibilité de cette vision sont présents : maintien de la croissance chinoise alors que les pays du G7 ralentissent, réaction initiale modeste des producteurs face à la hausse des prix, existence de goulots d'étranglements (coupures d'électricité en Afrique du sud et en Chine ou incapacité des ports australiens à faire face à l'augmentation des exportations de charbon vers la Chine). Ils autorisent les investisseurs à rationaliser une prime importante sur ces actifs.

- Le carburant d'une bulle est la liquidité. L'étonnante incapacité de la hausse des matières premières à générer des effets inflationnistes de second tour au cours de ces dernières années a permis aux principales banques centrales d'inonder le monde de liquidité bon marché et de laisser le dollar s'affaiblir. La cotation de produits financiers sur les matières premières rendant leur accès plus facile à l'investisseur lambda permet à la liquidité de se déverser par des canaux plus nombreux.

- Enfin, les actifs candidats à des bulles sont toujours difficiles à évaluer. Il devient intellectuellement aisé d'abandonner les méthodes conventionnelles de valorisations pour de nouvelles pouvant justifier des cours toujours plus élevés. C'est particulièrement vrai quand des facteurs influençant les prix ne sont pas quantifiables comme le risque géopolitique.

La création d'une bulle « matières premières » à un moment où les excès de l'immobilier américain se dégonflent n'est pas tout à fait une surprise. L'étude historique des bulles nous apprend qu'elles naissent souvent sur les cendres d'autres excès. La bulle techno n'aurait probablement pas eu la même ampleur si la crise asiatique et LTCM n'avaient pas eu lieu. De la même manière, la bulle de l'immobilier américain a pris de l'ampleur lors du crack dot-com. Le comportement des banquiers centraux et de la Fed en particulier y est sans doute pour quelque chose.

La fin de ce processus est connue. Les prix atteindront des niveaux bien au delà des valorisations classiques. Les acheteurs ne seront plus que des « chasseurs de momentum ». Et il y aura bien une fin. Ne serait-ce que parce que la hausse des matières premières est un phénomène auto-limitatif. A partir d'un certain moment, les prix atteints auront un impact sur la demande. Les prix se mettront alors à baisser. Pourquoi ce moment n'est-il pas encore arrivé ? Jusqu'à récemment il aurait été impensable d'imaginer un prix du pétrole à 3 chiffres sans de graves conséquences économiques. Il y a deux ans par exemple, alors que le pétrole était à 60\$, La Tribune s'interrogeait « Un baril à 80\$ peut-il provoquer une récession ? ». L'explication réside probablement dans la réduction de l'intensité énergétique des économies du G7. Celles-ci ont moins besoin que par le passé de pétrole pour produire des richesses. Par exemple aux Etats-Unis, la consommation nominale de pétrole représente 2.8% du PIB nominal alors qu'en moyenne, entre 1985 et 2000, ce chiffre était de 1.8%, soit une progression de 55%. Dans le même temps le quadruplement du pétrole aurait pu justifier une hausse beaucoup plus forte si l'on n'avait pas assisté à une tertiarisation de l'économie.

La caractéristique d'une bulle est aussi d'accentuer une tendance préalablement établie et de durer plus longtemps que ne le pensent les investisseurs les plus raisonnables. Cela pourrait être encore le cas. D'abord parce que la Fed semble encore loin de vouloir reprendre les liquidités qu'elle est en train de distribuer. Ensuite parce que les économies asiatiques ne donnent pas de signes de ralentissements significatifs. Enfin, parce que la hausse des matières premières intervient après de très longues années de baisse. Ainsi, les producteurs et les investisseurs ont été conditionnés à ce que cette classe d'actif ne pouvait pas monter. Les premiers ont rechigné à investir dans de nouvelles capacités tandis que les seconds l'ont fait disparaître de leur portefeuille ou se sont fait virer il y a plusieurs années. Ces attitudes changent mais l'inertie est forte.

En conclusion, la hausse des commodités est bien mûre et elle impose un répit mais les conditions ne sont pas encore réunies pour mettre un terme durable à leur hausse.



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'un « advisor » indépendant. Cet « advisor » a été sélectionné pour la pertinence de ses 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.