

LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 21 avril 2008

La physionomie des marchés entre dans une nouvelle étape. Les investisseurs commencent à prendre conscience que la finance américaine est en train de surmonter la crise « Subprime ». Comme nous l'avons écrit dès le 24 mars (lettre des marchés disponible sur le site) : « Un grand nombre de conditions permettant aux investisseurs de commencer à regarder au-delà la crise actuelle nous semble réuni ». La réaction des investisseurs aux résultats des grandes banques américaines en est le signe le plus récent. Qu'importe si leurs résultats ont été fortement impactés par des dépréciations, s'ils ont été supérieurs ou inférieurs aux attentes des analystes, leur titre a fortement rebondi au cours de la semaine : +7.5 % pour JP Morgan ou Citigroup, +8.5 % pour Merrill.

Si l'on jette un œil du côté des graphiques, on remarquera une très intéressante « tête&épaule » inversée sur le S&P 500. Cette figure est une marque de changement de tendance. La rupture des 1400 points la concrétiserait et ouvrirait la voie des 1480, soit une hausse de près de 6%. La conjugaison de fondamentaux dégradés -mais en amélioration- et d'investisseurs encore craintifs nous permettent de croire que cette hypothèse sera vérifiée.

Néanmoins, d'autres risques sont à « monitorer ». Nous souhaitons revenir sur le risque d'une envolée durable des matières premières agricoles déjà évoqué la semaine dernière. Pour vous aider à comprendre le contexte des marchés agricoles, nous souhaitons partager avec vous les idées fortes d'une conférence donnée par Marcel MAZOYER, ancien président du comité des programmes de la FAO (Food and Agriculture Organization) et professeur à l'INRA (Institut national agronomique de Paris), en décembre dernier à Tours :

- Sur les 50 dernières années, la population mondiale a été multipliée par 2.4. Dans le même temps, la production agricole a été multipliée par 2.6. L'énorme augmentation de la production provient pour une faible part (15%) de l'extension des terres arables et de la réduction des jachères. Elle vient surtout (70%) de la croissance des rendements qui a été multipliée par 2 en 50 ans.
- La population agricole active représente 1.34 milliards de personnes soit 43 % de la population active mondiale. On compte seulement 28 millions de tracteurs et 250 millions d'animaux de travail. C'est dire que la grande vague de motorisation-mécanisation n'a touché qu'une petite minorité d'agriculteurs. L'écart de productivité entre les moins et les plus performants, qui étaient de 1 sur 10 au début du 20^e siècle, est désormais de 1 sur 1000.
- Moins de 800 millions d'agriculteurs utilisent couramment des semences sélectionnées (OGM ou non), des engrais minéraux et des pesticides.

- Dans les pays où la révolution agricole a le plus progressé, la production a augmenté plus vite que la consommation intérieure. Les excédents exportables ont rapidement augmenté. Ainsi, dans la seconde moitié du 20^e siècle, les prix réels des matières premières agricoles de base (céréales, viandes, lait...) ont été divisés par 3 ou 4.
- La baisse des prix de vente sous les coûts de production pousse beaucoup d'exploitations agricoles devenues non rentables à fermer. A la longue, le déficit des pays importateurs s'accroît. Les excédents des pays exportateurs, bridés par la baisse des prix, n'augmentent pas dans les mêmes proportions. Finalement, les stocks internationaux se réduisent. Il arrive un moment où les acheteurs, craignant une rupture de stocks, précipitent leurs achats et provoquent une véritable explosion des prix. En quelques semaines ceux-ci peuvent tripler ou quadrupler et remonter au niveau des coûts de production des paysans les moins compétitifs.
- Dans ces périodes de très haut prix, l'aide alimentaire se fait rare, les pays manquants de devises doivent s'endetter pour s'approvisionner, les consommateurs pauvres ne peuvent plus subvenir à leurs besoins et les sous-alimentés des villes se font plus nombreux que ceux des campagnes. Les paysans pauvres qui avaient réussi à survivre jusque là profitent de cette hausse pour se refaire une santé, alors que les producteurs compétitifs en profitent pour investir massivement et conquérir les parts de marché perdues par les paysans précédemment ruinés. En quelques années, les prix retombent à leur niveau antérieur, avant de repartir à la baisse au rythme des investissements et des réductions de coûts des plus compétitifs.
- Les longues périodes de bas prix affament les paysans pauvres. Et comme elles amplifient l'exode, elles produisent aussi les millions de consommateurs-acheteurs pauvres qui seront affamés lors de la hausse des prix suivante.
- En alimentant le flot de l'exode rural, la baisse des prix agricoles contribue à entretenir un chômage important et à faire baisser les salaires en milieu urbain. Les victimes de l'exode sont en effet contraintes d'accepter des salaires à peine supérieurs au revenu des paysans marginalisés par la baisse des prix. A cet égard, on peut constater que la hiérarchie des salaires dans les différentes parties du monde suit de près celle des revenus de la paysannerie.
- Si l'on estime que la production agricole mondiale actuelle est de 1. Il faut produire 1.3 pour résoudre le problème de la faim dans le monde. Pour nourrir la population mondiale de 9.5 milliards prévue en 2050, il faudra doubler la production actuelle. Après 2050, la population mondiale est supposée stagner voire baisser.
- La superficie cultivable mondiale a la capacité de progresser de 70%. La production à l'hectare a la capacité de progresser de 25%. Au total, la production agricole mondiale, accessible durablement, peut progresser de plus de 110%, soit plus que doubler.

Compte tenu des progrès encore réalisables dans la production de produits agricoles, parier sur une tendance haussière de long terme des prix agricoles est un risque que nous ne prendrions pas malgré la perspective d'une forte augmentation de la population mondiale. Néanmoins, les fortes variations de prix à court-moyen terme peuvent générer de l'instabilité dans les pays en développement et avoir un impact sur les salaires de manière générale. La hausse actuelle peut-elle faire dériver le cycle vertueux de forte croissance sans inflation à l'œuvre ces dernières années ? Pour tenter de répondre à cette question, examinons le cas de la Chine. Elle a été une des principales sources de désinflation ces dernières années. Une modification de cet équilibre remettrait en question le modèle économique mondial de développement non inflationniste auquel les investisseurs se sont habitués depuis plusieurs années.

La hausse des prix de nombreux produits agricoles en Chine s'explique principalement par une baisse de la production, non par une augmentation de la demande. Ce déséquilibre ne nous semble pas durable parce que :

- la croissance réelle de la production agricole chinoise a été de 3.6%/an depuis 10 ans. Ce chiffre est à mettre en relief avec la baisse de 2%/an de la population paysanne. Cela souligne les améliorations de la productivité agricole chinoise.
- en chine, la production et prix agricoles inter-réagissent. Historiquement, une hausse de prix a toujours stimulé la production et vice et versa. Une hausse de prix porte en elle la baisse du cycle suivant. C'est donc un marché qui trouve son équilibre de part ses dynamiques internes.
- l'industrialisation de la Chine n'a pas réduit la surface de terre cultivable.

Au total, les tensions actuelles sur les principaux produits de bases agricoles s'expliquent probablement par des facteurs de court terme. A long terme, l'équilibre chinois offre-demande de produits agricoles semble assuré.

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.