

Long-Term Investment Fund

Lettre d'information juillet 2005

LTIF

Comme nous l'avons expliqué dans le manuel de l'investisseur, pour évaluer nos performances, les investisseurs du fonds LTIF devraient plutôt examiner le résultat de nos sociétés que le cours de celles-ci (et la valeur liquidative du fonds qui ne représente en fait que le total du prix des actions détenues à une date donnée). C'est la raison pour laquelle nous parlons plutôt de « performance intrinsèque » que de performance des actions.

Pour obtenir une description complète de notre politique d'investissement pour le fonds LTIF et son « manuel de l'utilisateur », qui explique de manière détaillée nos concepts de valorisation, comme la « valeur intrinsèque » et le « bénéfice par action du fonds », veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.ltif.com. Vous trouverez également sur ce site les lettres d'information précédentes, ainsi que les résultats détaillés du fonds depuis son lancement.

Pour de plus amples informations, veuillez adresser votre demande par écrit à info@ltif.com.

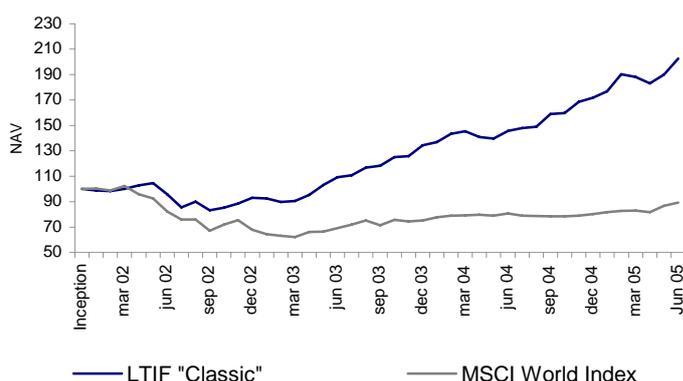
Performances de notre portefeuille

Ce second trimestre a été, à plusieurs égards, la continuation du précédent : nous avons ajouté quelques sociétés (6) et en avons vendu encore moins (juste une). Aucun événement extraordinaire n'est à mentionner pour nos sociétés : leurs performances ont été plus ou moins conformes aux attentes. En ce qui concerne le prix des actions, c'est plus ou moins le même scénario qui s'est reproduit : la plupart de nos actions européennes ont augmenté, tout comme celles de nos sociétés énergétiques, alors que les actions de nos sociétés brésiliennes et coréennes ont baissé de manière générale. La valeur liquidative de notre portefeuille a globalement augmenté de 17,88 % (plus de 7 % au cours du deuxième trimestre) depuis le début de l'année, ce qui porte la valeur nette des actions du fonds à 202,57 €.

La valeur liquidative a augmenté de 17,88 % depuis le 1^{er} janvier.

Le total des encours sous gestion dépasse désormais 100 millions d'euros.

Figure 1:
Valeur liquidative du fonds LTIF par action par rapport à l'indice MSCI World Index



Répertoire LTIF

Agent administratif :

TMF Fund Administrators BV
Westblaak 89
P.O. Box 25121
3001 HC Rotterdam
Pays-Bas

Gestionnaire du fonds :

Van Daalen International Ltd.
Kings Court, Bay Street,
P.O. Box 1417
Nassau, Bahamas

Siège social :

Mill Mall, P.O. Box 964
Road Town, Tortola
Iles Vierges Britanniques

Dépositaire :

Pictet & Cie
29, bd Georges Favon
1204 Genève
Suisse

Conseiller :

Strategic Investment Advisors SA
4, rue de l'Ecole de Chimie
1205 Ginebra
Suiza

LTIF – Classe A

Telekurs : 1341036

Bloomberg : LONGTRM VI

LTIF – Classe B

Telekurs : 2048550

Bloomberg : LONGTRB VI

GEVF

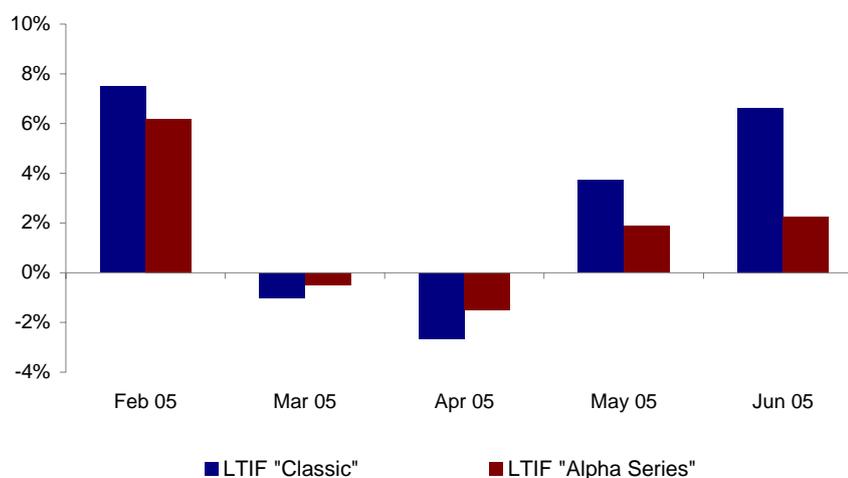
Telekurs : 2053248

Ce montant représente un peu plus du double du montant initial de 100 €, ce qui signifie que nous avons doublé notre mise de départ en 3 ans et demi environ, soit une plus-value annuelle approximative de 20 % (l'indice MSCI World Index en euros, dividendes inclus, a surtout stagné sur cette même période). La taille totale du fonds, pour les séries A (« Classic ») et B (« Alpha »), dépasse désormais 100 millions €.

L'Alpha Series a augmenté de 8.40 % depuis son lancement en février, avec une faible volatilité.

La VL de l'Alpha Series a connu une hausse de 8,40 % depuis son lancement en février et a été marquée, comme prévu, par une volatilité moindre (hausse et baisses plus faibles) sur une base mensuelle par rapport à la série « Classic ». Globalement, les rendements sont inférieurs à ceux du LTIF « Classic » car les indices ont augmenté en moyenne de 7 % sur l'année.

Figure 2 :
Comparaison des performances : LTIF « Classic » - LTIF Alpha Series



Les sociétés que nous avons vendues

La seule société que nous avons vendue au cours du trimestre est Sadia, l'entreprise brésilienne de viande de porc et de volaille. Nous détenions une participation dans son principal concurrent, Perdigao, et, après mûre réflexion, nous avons décidé qu'il était préférable d'investir exclusivement dans la seconde société.

Les sociétés que nous avons achetées

Comme nous l'avons mentionné, nous avons acheté six sociétés, la plupart d'entre elles en Europe. Bien que notre approche soit « bottom up » (nous recherchons simplement de bonnes sociétés, pas chères), nous avons tenté d'équilibrer notre portefeuille en intégrant quelques sociétés européennes, mais, au final, notre participation dans ces sociétés était très faible. Les sociétés que nous avons achetées sont les suivantes :

- **Interseroh**, une société allemande spécialisée dans le recyclage de matériaux (vieux emballages, vieux appareils, etc.). Les lois allemandes (et européennes) exercent de plus en plus de pression en faveur du recyclage et Interseroh évolue dans un domaine et possède une technologie qui lui permettent de bien se positionner sur ce créneau.
- **Balda AG** fabrique des composants et des sous-assemblages pour les téléphones mobiles. Bien qu'elle soit basée en Allemagne, elle vient de délocaliser la plupart de ses sites de production en Europe de l'Est et en Chine.

- **Neste** est un transporteur finlandais de produits pétroliers, un raffineur et un détaillant. Il peut assurer le transport de pétrole lourd, meilleur marché que le pétrole léger, plus rare, ce qui lui permet de dégager des marges confortables. Il dessert la zone de la Baltique qui enregistre une croissance économique au-dessus de la moyenne.
- **Valero** est également un raffineur et un détaillant (le troisième des États-Unis), dont le métier de base est le raffinage de pétrole lourd, ce qui lui assure d'excellentes marges.
- **ING Canada** est une compagnie d'assurances appartenant à ING, une société des Pays-Bas qui bénéficie d'une position très forte sur le marché, enregistre une excellente rentabilité et qui est cotée à un prix faible.
- **Grupo México** est l'un des plus grands producteurs mondiaux de cuivre, qui possède les réserves les plus importantes. Comme c'est souvent le cas avec de nombreuses matières premières, les marchés ont pris en compte une chute brutale au niveau du prix du cuivre ce qui rend la société très bon marché (son rendement en dividendes est actuellement de 12 %). Nous pensons que le prix de l'action tient déjà compte d'une chute importante et tout mouvement haussier éventuel (ce qui est possible de toute évidence, et même fort probable) pourrait se traduire par des plus-values exceptionnelles.

Mouvements du portefeuille

Les deux catégories (A-« Classic » et B-« Alpha ») sont cotées désormais à la Bourse irlandaise.

Comme nous l'avions annoncé, les deux séries sont désormais cotées à la Bourse irlandaise (pour voir le prix, cliquer sur <http://www.ise.ie/app/showFund.asp?fundID=13284>), et sont donc soumises à la réglementation de ce marché. Il convient de noter une implication au plan pratique puisque l'investissement minimum requis est désormais fixé à 100 000 € (c'était le cas par le passé mais le conseil d'administration du Fonds pouvait annuler cette décision. À présent, ce seuil est rigoureusement appliqué).

María Vázquez entre chez SIA, SA en qualité de responsable administratif

Nous comptons une nouvelle recrue chez Strategic Investment Advisors en la personne de Maria Vázquez. Maria possède une solide expérience dans toutes les fonctions de back-office et a passé de nombreuses années chez BSCH et JP Morgan à Genève où elle a assumé diverses fonctions de direction. Nous sommes très heureux qu'elle ait décidé de rejoindre notre équipe et sommes certains que sa présence apportera davantage de rigueur à nos processus et libèrera du temps pour se consacrer à la recherche de bonnes sociétés, sous-évaluées.

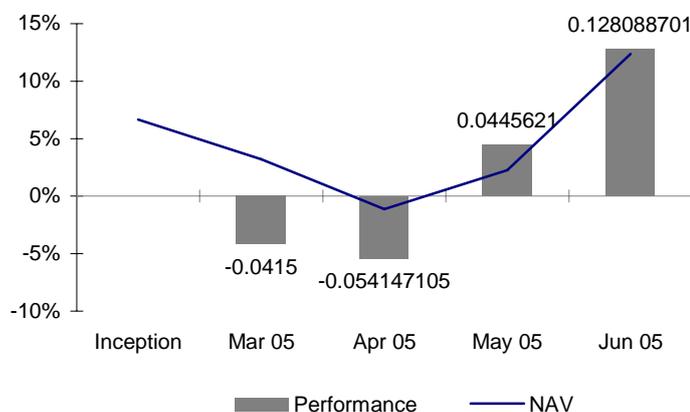
Nous aimerions vous faire part de deux changements : nous déménageons les bureaux au 11 Cours de Rive, à Genève (les anciens étaient devenus trop petits) et Strategic Investment Advisors, Sociedad Anónima, a été immatriculée en Espagne pour se charger des opérations de ce pays. Bien que l'Espagne ne soit peut-être pas le marché le plus en vogue, la réputation de Walter Scherk est telle qu'il est presque impossible de ne pas développer une activité solide dans ce pays. Nous avons l'intention de démarrer l'activité au mois de mars 2006 avec presque les mêmes fonds que ceux dont nous parlons actuellement.

Le fonds Global Energy Value

Le fonds GEVF est en hausse de 6,83 % depuis son lancement au mois de mars de cette année dans un contexte de volatilité très forte

Comme le savent nos investisseurs, nous avons lancé le fonds Global Energy Value Fund (GEVF) le 1^{er} mars 2005. Depuis lors, les investisseurs ont pu lire les gros titres de la presse annonçant un baril de pétrole à 100 \$... ou prédisant sa chute dans un contexte de spéculation débridée. La volatilité des rendements peut confirmer ces deux orientations (voir la figure 3), nous pensons qu'il est particulièrement important pour les investisseurs de comprendre l'analyse fondamentale qui sert de base à notre opinion et selon laquelle l'énergie en général et, plus particulièrement, le GEVF représentent l'un des meilleurs investissements disponibles au monde à l'heure actuelle. Indépendamment d'ailleurs des fluctuations éventuelles à court terme du prix du pétrole ou des actions de sociétés pétrolières. Pour les investisseurs, les sociétés pétrolières présentent essentiellement deux atouts : elles sont non seulement extrêmement sous-évaluées mais, également, l'analyse aboutissant à la conclusion précédente est relativement simple. Nous avons donc dans ce secteur des plus-values potentielles importantes qu'il est tout simplement impossible de réaliser sur d'autres secteurs du marché.

Figure 3 :
Valeur liquidative mensuelle par action du fonds GEVF



Pour clarifier notre argumentation, nous devons couvrir principalement deux points : l'orientation que va prendre le cours du pétrole et la méthode de valorisation d'une société pétrolière en se basant sur cette prévision de prix. Commençons par le premier point.

L'évolution future du prix du pétrole

Toutes les déclarations actuelles sur l'évolution du prix du pétrole ne sont pas du tout fondées

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, il n'est pas rare de lire dans la presse des affaires des déclarations telles que celles-ci : « le prix actuel du pétrole comporte une « prime de terreur » de 20 \$ », « en se basant sur les fondamentaux, le « juste » prix du pétrole est compris entre 25 et 35 \$ », « nous sommes dans une bulle spéculative pour le pétrole »... mais également des rumeurs de « super pics », qui propulseraient le prix du pétrole au-dessus de 100 \$ le baril. Quel est le bon prix ? Qui a raison ?

La plupart de ces déclarations ont une caractéristique commune : elles ne reposent sur aucun fondement. Comment peut-on évaluer une « prime de terreur » ? Comment savent-ils ce qu'est réellement le prix « fondamental » du pétrole ? Voyons si, en se basant sur une théorie microéconomique et sur des données réelles, il nous est possible d'établir une théorie solide et rigoureuse qui nous indiquera la bonne direction.

Dans un marché libre, tous les prix sont déterminés par le jeu de l'offre et de la demande. Le prix du marché est tout simplement celui qui satisfait la plupart des consommateurs et des producteurs. Les marchés gravitent plus

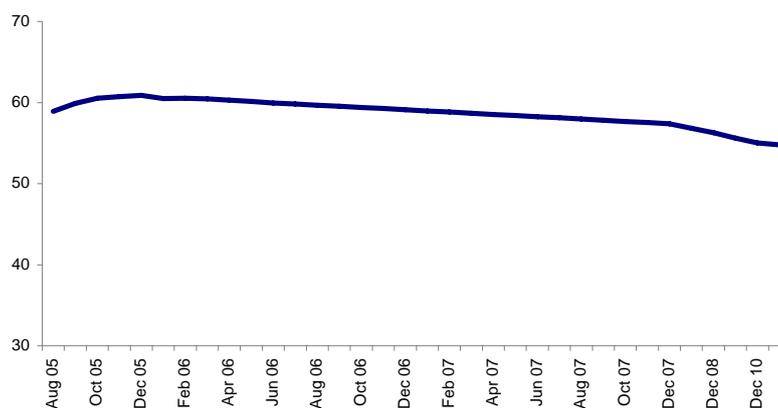
ou moins rapidement autour de ce prix selon des caractéristiques spécifiques que nous aborderons en partie plus loin.

Les prix « au comptant » des matières premières qui ne peuvent être stockées sont rarement affectés par la spéculation ; ils sont déterminés par le jeu de l'offre et de la demande.

Nous pouvons d'ores et déjà présenter un point sur lequel nous reviendrons plus tard : il s'agit du prix au comptant des matières premières ne pouvant être stockées, lequel ne fait pas généralement l'objet d'une spéculation¹. Voici un exemple. Si la rumeur venait à se répandre sur une éventuelle pénurie de savon dans trois mois, la plupart d'entre nous réagirait en achetant de plus grandes quantités que d'habitude par mesure de précaution. Cette attitude entraînerait naturellement la hausse du savon car la demande serait plus forte et l'offre resterait au même niveau. Mais si cette rumeur de pénurie concernait du pain frais, son prix actuel ne serait guère affecté car ce serait inutile de constituer des stocks (et la demande ne monterait donc pas en flèche).

Vu que le pétrole se négocie au comptant à n'importe quel prix, nous pouvons être presque assurés qu'il s'agit du « juste » prix du marché (le prix qui reflète à tout instant l'offre réelle et de la demande réelle) car la capacité mondiale de stockage de pétrole est très limitée au regard de la consommation totale. Il n'existe donc pas de spéculation sur le prix au comptant. Une spéculation peut avoir lieu (et, en fait il doit en avoir une) sur les prix à terme car ils constituent essentiellement un pari sur le futur prix au comptant. Il est intéressant de noter que les prix du pétrole d'aujourd'hui sont presque les mêmes pour une livraison la semaine prochaine que pour une livraison dans trois ans.

Figure 4:
Prix du pétrole pour une livraison dans le futur (NYMEX), mi-juillet 2005



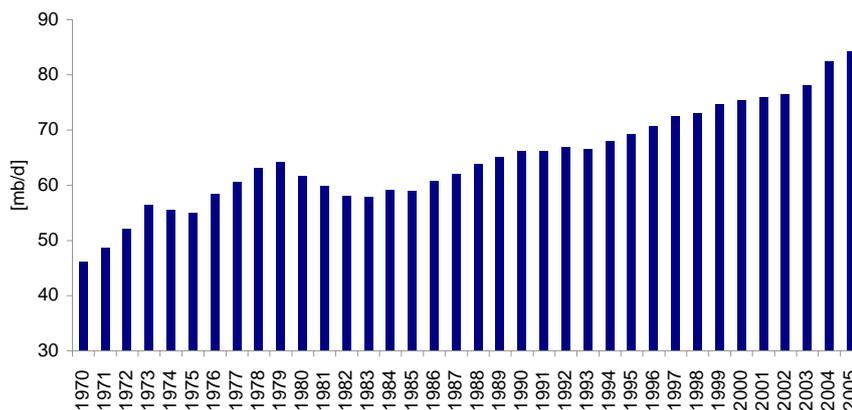
Si le prix est déterminé par l'offre et la demande, nous devons comprendre l'évolution de ces deux forces pour pouvoir prédire avec assurance l'évolution des prix. Commençons par la demande.

La demande de pétrole

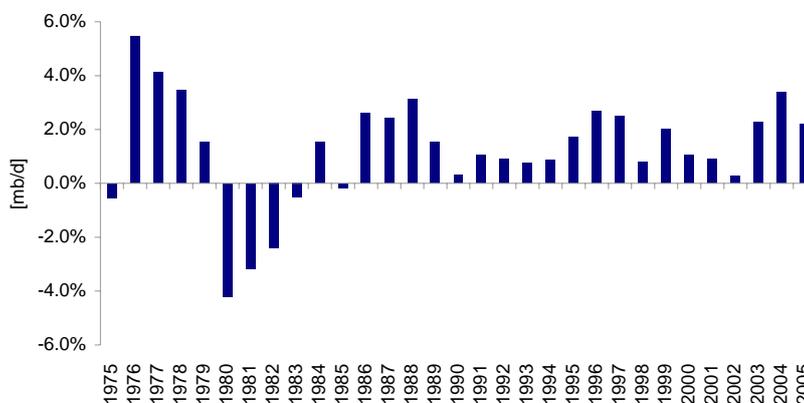
Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, la consommation mondiale de pétrole en 2005 avoisinera les 84,3 millions de barils par jour. Il s'agit d'une moyenne et non d'un chiffre quotidien constant, et ce, pour deux raisons : la demande est saisonnière (plus forte en été et en hiver, plus faible à l'automne et au printemps dans l'hémisphère nord) ; et elle est en augmentation. Nous ne connaissons pas encore, naturellement, le futur taux de croissance mais voici les chiffres des dernières années :

¹ Un prix « au comptant » représente le prix qui est payé au comptant en contrepartie de quelque chose qui est acheté et livré immédiatement. Un prix à terme ou « future » est le prix qui a été fixé et qui sera payé pour quelque chose dont la date de livraison est dans le futur, c'est-à-dire le mois prochain ou dans cinq ans.

Figure 5 :
Consommation mondiale totale de pétrole et taux de croissance



Source : Agence Internationale de l'Énergie

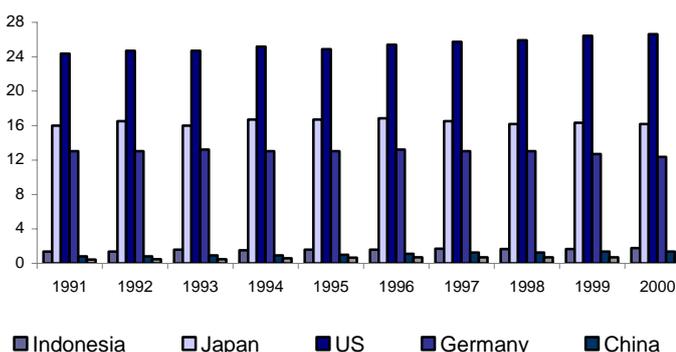


Source : Agence Internationale de l'Énergie, SIA

Comme vous pouvez le constater, ce n'est que pendant une période de grave récession que la consommation a vraiment baissé. La plupart du temps elle a tout simplement continué de monter, à des taux variables.

Une grande partie provient de l'accélération du taux de croissance de la Chine au cours des dernières années et de son développement. C'est logique car la Chine est un pays gigantesque qui connaît une croissance économique rapide et qui est partie d'un niveau de consommation de pétrole par habitant très faible (niveau de consommation similaire à celui de l'Inde d'ailleurs), comme l'indique la figure 6.

Figure 6 :
Consommation de pétrole par habitant de plusieurs pays, y compris la Chine et l'Inde



Mais il convient de noter que la plus grande partie de la nouvelle demande provient toujours des USA, qui absorbent plus d'un quart de toute la production mondiale.

Comment la demande va-t-elle évoluer ? Nous pensons qu'il y a de fortes raisons de penser qu'elle va continuer de croître. La consommation mondiale de pétrole est passée de 10 millions de barils par jour en 1950 à 50 millions en 1970 (soit un taux annuel composé de 8,38 %), juste parce que les classes moyennes de l'Ouest (500 millions de personnes) ont acheté une voiture. Eh bien, les achats de voitures ont augmenté de 24 % en Chine au mois de mai dernier par rapport à l'année précédente et de 20 % en Inde. Il est évident que, avec des hauts et des bas, des centaines de millions d'êtres humains vont essayer de profiter de commodités de base (conduire une voiture, climatisation), ce que nous considérons comme des choses qui vont de soi en Occident. Ceci représente une demande énorme. Naturellement, la route sera ponctuée de périodes de récession mais la tendance globale est claire. (Il convient de remarquer néanmoins que le taux de croissance de la Chine est inférieur à celui du Japon, de la Corée et de Taiwan lorsque ces pays se trouvaient au même stade de développement que la Chine. Le Japon a connu 40 années de croissance ininterrompue et pas de récession).

Qu'est-ce que tout cela signifie ? Que dans un monde dont la population augmente, dont l'économie est en pleine croissance et qui aspire à des choses raffinées, fortes consommatrices en énergie (et en fertilisants d'ailleurs car l'augmentation de la population signifie des besoins alimentaires accrus), la demande de pétrole ne peut qu'augmenter. Que ce soit au taux de 1,5 % ou de 3 %, nous ne le savons pas (souvenez-vous, ce taux était supérieur à 8 % dans les années 50 et 60). Mais nous pouvons être raisonnablement assurés que la demande va augmenter de manière significative à moyen terme.

L'offre de pétrole

Voyons maintenant ce qui se passe du côté de l'offre. Le monde produit environ 84.3 Mb/j : à peu près ce qu'il consomme car il convient de se rappeler que la capacité de stockage n'est pas très importante. C'est ce niveau qui, compte tenu de la demande actuelle, dicte le prix actuel. Mais est-ce que ce prix pourrait être inférieur comme semblent l'annoncer de nombreux analystes ? Pour obtenir une réponse catégorique, vous allez devoir suivre le cours de microéconomie qui est donné dans les paragraphes suivants.

Dans un marché concurrentiel, le prix d'une matière première est égal au coût marginal d'un fournisseur marginal. Plus simplement, le prix est déterminé par les coûts de production d'un baril supplémentaire produit par un fournisseur dont les coûts sont les plus élevés du marché. Si le prix tombe en dessous de ce niveau, le fournisseur ne produit pas car personne n'aime perdre de l'argent, et le prix monte. À court terme, les chiffres importants sont les dépenses d'exploitation courantes (« cash cost ») marginales : c'est-à-dire le prix de revient, purement en termes de coûts variables, d'extraction d'un baril de pétrole supplémentaire à partir d'un puits existant. À moyen terme, le prix doit couvrir également l'installation de puits, sinon personne ne s'en chargera (et, compte tenu que les puits vieillissent rapidement, la production diminuerait).

Si un producteur ayant des coûts bas (comme l'Arabie Saoudite) avait une capacité suffisante pour satisfaire la totalité de la demande mondiale, alors le prix serait bas et tous les autres concurrents pourraient mettre la clef sous la porte. Mais ce fournisseur pourrait décider de ne pas satisfaire toute la demande et de conserver une partie de ses réserves pour l'avenir. Le prix serait alors fixé par le producteur suivant le plus cher. Naturellement, celui-ci pourrait faire la même chose et les prix pourraient continuer de monter jusqu'à ce qu'ils soient suffisamment élevés pour que quelqu'un commence à

se dire que, aux prix actuels, il y aurait tout intérêt à produire davantage (un tiens vaut mieux que deux tu l'auras...) et le prix trouve finalement son équilibre (plus ou moins stable).

À cet égard, le prix peut être plus élevé que ce que pourrait prédire la pure théorie parce que certains producteurs à bas coûts pourraient limiter leur production et donc laisser les producteurs à coûts élevés fixer le prix du marché. C'est exactement ce que l'OPEP a tenté de faire avec plus ou moins de succès au cours des trente dernières années.

La planète a épuisé ses capacités de production excédentaires à cause de la croissance de la demande et du manque d'investissement qui est dû justement aux prix trop faibles par le passé. Cela prendra de nombreuses années pour augmenter la production.

Les implications sont très importantes : si l'OPEP (essentiellement l'Arabie Saoudite) dispose d'une capacité de production supplémentaire à bas coûts, le prix du pétrole peut facilement être abaissé par l'accroissement de leur production. Mais si ce n'est pas le cas, alors l'OPEP ne sert à rien : chaque pays produit le maximum et le prix est dicté par le coût marginal du producteur le moins rentable. Il y a toutes les raisons de croire que c'est la situation qui prévaut aujourd'hui : après des années passées à conserver des réserves, la demande a fini par les absorber et l'Arabie Saoudite ne peut tout simplement plus produire davantage de pétrole. La plupart des gens ne savent pas que l'Arabie Saoudite pourrait produire cette année moins de pétrole de l'année dernière (nous reviendrons sur ce point).

Dans ces conditions, lorsque la demande est prête à absorber toute la capacité de production disponible à court terme, il se produit un phénomène de surenchère, les acheteurs faisant monter le prix du pétrole jusqu'au moment où certains acheteurs potentiels décident d'abandonner la course. À l'heure actuelle, il existe suffisamment d'intérêt pour acheter 84 mb/j à plus de 55 \$ et c'est ce qui détermine le prix.

La planète a épuisé toutes les réserves de capacités de production pour deux raisons : la croissance de la demande, dont nous avons déjà parlé, et la « déplétion », un facteur beaucoup plus important, dont nous avons discuté un peu.

Tous les gisements de pétrole sont par nature limités. À un certain stade, selon la taille du gisement, le rythme d'extraction du pétrole et ses propres caractéristiques géologiques, chaque gisement de pétrole commence à produire moins qu'avant. Dans la plupart des cas, le déclin est progressif, quelques points de pourcentage. Dans d'autres cas, ce déclin est brutal : réduction de 10 % de la production par an (c'est le taux de déplétion actuel des puits de pétrole de la Mer du Nord). Dans ce cas, le gisement de pétrole est abandonné après quelques années. Ce phénomène se produit tous les jours depuis le premier jour d'extraction du pétrole mais a été compensé par de nouvelles découvertes et par une augmentation de la production dans les gisements en exploitation.

Un facteur clé de l'offre est la « déplétion », qui représente la diminution de la production annuelle des gisements pétroliers.

Selon l'Agence Internationale de l'Énergie, le taux de déplétion est d'environ 5 % par an. Ceci signifie que, pour rester stable, la production doit en fait augmenter de 5% par an (ce qui, au rythme actuel représente plus de 4 Mb/j, soit le pic de production de l'Irak). Il convient de remarquer que, au cours des deux dernières années, de nombreux pays producteurs de pétrole comme la Norvège, le Royaume-Uni, l'Australie et peut-être la Russie ont déjà passé le cap de leur pic de production (ils produisent de moins en moins de pétrole chaque année) ; et que plusieurs exportateurs soient devenus importateurs (comme l'Indonésie, l'Australie et la Grande-Bretagne elle-même).

C'est un problème très sérieux qui n'est pas assez pris en compte.

Naturellement, les pays producteurs essaient d'augmenter la production : la plupart des sociétés pétrolières ont prévu d'agrandir certains champs de pétrole qu'elles exploitent actuellement ou d'en ouvrir de nouveaux. Mais les projets de développement pétrolier sont longs à mettre en place et peuvent prendre en général jusqu'à cinq ans, excepté les simples opérations de « débottlenecking ». Ceci signifie que nous savons d'ores et déjà combien de pétrole peut être produit dans les cinq prochaines années : la production

actuelle plus toutes les nouvelles opérations en cours d'installation, moins la déplétion. Si de nouvelles découvertes sont réalisées et sont d'une taille substantielle (chose qui ne s'est pas produite depuis plus de 30 ans mais qui pourrait arriver), elles n'affecteraient pas la situation de l'offre et de la demande avant au moins cinq ans, le délai minimum qui serait nécessaire pour que ce pétrole arrive sur le marché (en réalité, ce serait plus, car les découvertes sont effectuées dans des endroits difficiles à exploiter, les derniers à être explorés).

Le Tableau 1 illustre l'offre maximum potentielle pour les cinq prochaines années. Nous partons de la capacité actuelle, ajoutons les nouvelles capacités qui sont prévues et soustrayons la déplétion. Nous avons « triché » intentionnellement dans ce tableau. Les nouvelles capacités prévues sont plus faibles et la déplétion sera vraisemblablement plus élevée. Ce que nous avons voulu faire, c'est rester très prudent pour estimer le futur prix du pétrole et avons donc pris des hypothèses très optimistes sur l'offre de pétrole.

Tableau 1 :
Offre maximum possible pour les cinq prochaines années.

Millions de barils par jour	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Production année antérieure	82,5	85,0	85,5	85,9	86,3	86,7
Capacité excédentaire	1,5	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Nouvelles capacités de production	3,5	2,0	2,5	3,0	3,0	3,0
Déplétion	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Capacité totale	85,0	85,5	85,9	86,3	86,7	87,1

Source : Agence Internationale de l'Énergie, CIBC, SIA

Nous devons désormais comparer cette offre à une demande éventuelle. Naturellement, la demande ne peut dépasser l'offre : nous ne pouvons consommer ce que nous ne produisons pas (souvenez-vous que les réserves sont limitées). Par conséquent, si la demande a une tendance « naturelle » à dépasser l'offre du fait des évolutions de l'économie dont nous avons discuté), alors le prix devra augmenter pour « limiter » cette demande. Mais jusqu'où ?

Nous terminerons notre raisonnement par un dernier volet de théorie économique : l'élasticité de la demande. Dans la plupart des cas, lorsque le prix d'une matière première monte, la demande diminue (et vice versa). Mais les pourcentages varient. La demande en médicaments vitaux est relativement rigide : elle ne varie pas avec le prix, tout du moins pas autant. Les gens achèteront le médicament et pratiquement à n'importe quel prix, à condition qu'ils en aient les moyens. Inversement, si le prix baisse, peu de personnes l'achèteront si elles n'en n'ont pas besoin. D'autre part, la demande de pommes est élastique : si le prix monte, les gens achètent des poires ou d'autres fruits.

Lorsque la demande est élastique, un petit changement de prix modifie rapidement l'attitude des consommateurs. Si elle n'est pas élastique, les gens continuent de demander le même montant, en termes de prix. Ce qui signifie que, si la demande doit être limitée (ou augmentée), le prix doit beaucoup fluctuer. C'est le cas avec le pétrole.

Selon le Ministère de l'Énergie des États-Unis, le pétrole a une élasticité globale de 0,2. Ceci signifie qu'une augmentation de prix de 10 % implique une diminution de 2 % de la demande. Naturellement, ceci varie selon les produits (le fioul domestique destiné à la production d'énergie est plus élastique que l'essence, du fait que de l'électricité peut être produite avec du gaz naturel, alors que pour l'essence il n'existe aucun produit de remplacement à court terme). Bien sûr, il s'agit d'une élasticité à court ou moyen terme : si les prix sont très élevés ou très bas pendant une longue période, les consommateurs vont changer leur voiture et leur mode de

La demande de pétrole est inélastique à court terme par rapport aux prix : les gens ont besoin d'énergie même en cas de hausse de prix.

chauffage mais il faudra longtemps pour que ces changements aient un impact sur la demande globale : le pétrole a été très bon marché pendant de nombreuses années mais il a fallu un certain temps pour que les consommateurs vendent leur voiture « normale » et qu'ils se décident à acheter un véhicule monospace ou tout-terrain. Et cela prendra également de nombreuses années avant qu'ils ne reviennent à des véhicules qui consomment moins d'énergie.

Bien qu'il ne nous soit pas possible de prévoir l'évolution du prix du pétrole d'une année sur l'autre (et encore moins d'un trimestre à l'autre), nous pouvons nous attendre à ce que les prix restent aux niveaux actuels pendant longtemps, avec un risque de hausse, même si des chutes ponctuelles sont envisageables à court terme.

Nous disposons désormais de tous les éléments dont nous avons besoin pour estimer le niveau du prix du pétrole dans les années à venir. Le Tableau 2 illustre les calculs. Nous prenons l'offre potentielle maximum, estimons plusieurs niveaux de demande, examinons s'il y a une « demande excédentaire », puis, en utilisant l'estimation de l'élasticité, nous calculons le niveau que le prix doit atteindre pour que la demande « corresponde » à l'offre disponible. Pour nos calculs, nous commençons avec un prix d'équilibre du marché (market-clearing price) de 55 \$ (en réalité, il est proche de 60 \$ au moment de la rédaction de la présente lettre d'information).

Tableau 2 :
Prévisions du prix du pétrole en tenant compte de l'offre et de la demande

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Croissance de la demande par an						
1,5 %	84,5	85,8	87,1	88,4	89,7	91,0
2,0 %	84,5	86,2	87,9	89,7	91,5	93,3
2,5 %	84,5	86,6	88,8	91,0	93,3	95,6
Demande excédentaire (par rapport à la capacité totale indiquée dans le Tableau 1)						
1,5 %	-0,5	0,3	1,1	2,0	2,9	3,9
2,0 %	-0,5	0,7	2,0	3,3	4,7	6,2
2,5 %	-0,5	1,1	2,9	4,7	6,5	8,5
Prix requis pour que la demande et l'offre soient équilibrées, avec une élasticité de 0,2						
1,5 %	55,00	55,94	58,61	61,31	64,02	66,75
2,0 %	55,00	57,28	61,27	65,24	69,20	73,14
2,5 %	55,00	58,61	63,88	69,10	74,25	79,34

Évidemment, ces résultats ne sont que des estimations. Personne ne sait quel sera le prix et il fluctuera certainement car les quatre données chiffrées fondamentales (production supplémentaire, déplétion, croissance de la demande et élasticité de la demande) ne sont que des approximations. Ces estimations de prix seront peut-être atteintes un an ou deux ans avant ou après la date prévue.

Ce tableau n'est donc pas une prévision sur un an glissant du prix du pétrole mais fournit estimation du prix qui est influencée par l'équilibre entre l'offre et la demande. Des hauts et des bas sont à prévoir car, en cas d'absence de capacité excédentaire et d'événements affectant l'offre, le marché sera en proie à un vent de panique à court terme. Mais une chose est claire : pour que le prix du pétrole tombe bien en dessous de son niveau actuel pendant une période assez longue, un de ces deux événements doit se produire : une découverte d'un gisement géant de pétrole pouvant être extrait immédiatement à un niveau de coûts bas ; ou une chute permanente de la demande, peut-être à cause d'une récession mondiale très longue et profonde, ou de l'opportunité offerte par une autre technologie qui permettrait de remplacer immédiatement le pétrole par un autre carburant. Mis à part cela, il est très difficile d'imaginer comment le prix pourrait descendre en dessous de son niveau actuel. (Par contre, il est facile d'imaginer quelles circonstances pourraient faire augmenter son prix : un accident pourrait arriver dans une capacité de production, ou la déplétion

pourrait être encore plus rapide que prévue. Il existe de bonnes raisons de ne pas écarter outre mesure l'une de ces deux possibilités).

Un dernier point : qu'en est-il de l'élasticité de la l'offre ? Si le prix du pétrole augmente, les producteurs sont plus motivés également. C'est exactement ce qui se passe : le GEVF investit énormément dans les sables bitumineux canadiens, un type de production de pétrole qui ne peut être justifié que si les prix du pétrole sont supérieurs à 25 \$. Comme il est de plus en plus évident que les prix vont rester au-dessus de ce niveau, les sociétés commencent à engager des milliards de dollars dans l'extraction de pétrole. En plus de l'offre plus importante, les prix élevés vont finalement donner le jour à des produits de remplacement, comme le charbon liquéfié, l'énergie éolienne ou toute forme de nouvelle technologie pouvant être inventée (il faut s'attendre à un retour en force de l'énergie nucléaire). Notre planète ne manque pas de pétrole mais c'est le pétrole bon marché qui fait défaut. Il a été estimé que le Canada détient, dans ses sables bitumineux, autant de pétrole que le reste du monde réuni... excepté les sables bitumineux du Venezuela, pays dans lequel il y a autant de pétrole qu'au Canada. Mais le coût d'extraction de ce pétrole est élevé et cela prendra beaucoup de temps pour ressentir un effet sur l'offre mondiale. La planète ne va pas manquer d'énergie mais nous allons assister à quelques années de vives tensions parce que l'exploitation de nouvelles capacités de production et de produits de remplacement prend beaucoup de temps et que tout le monde pensait il y a deux ans (et quelques-uns pensent même ainsi aujourd'hui), que le prix du pétrole allait revenir à 25 \$ et que tout nouveau projet serait alors ruineux. Le monde est relativement démuné face à une situation dans laquelle la production de pétrole augmente moins que la demande.

Si nous acceptons alors que le prix du pétrole soit à court terme plus ou moins ce qu'il est aujourd'hui, nous pouvons commencer à évaluer le potentiel des sociétés pétrolières.

Evaluer une société pétrolière

Une société pétrolière possède deux activités liées au pétrole, plus, quelquefois, une troisième activité indépendante. Les deux premières sont l'exploitation de ses réserves et sa capacité à trouver davantage de pétrole. La troisième, pour les sociétés dites « intégrées », le transport, le raffinage et la vente au détail. La rentabilité de ces dernières activités n'est pas réellement affectée par le prix du pétrole qui représente simplement une « matière première » pour ces sociétés.

Évaluer des réserves n'est pas une tâche trop difficile : les sociétés doivent déclarer leurs quantités de réserves et il suffit de multiplier ce chiffre par le prix du pétrole estimé, de déduire les coûts d'extraction sur la durée nécessaire pour que les réserves soient complètement épuisées. Néanmoins, dans la réalité, l'estimation des réserves relève davantage d'un art que d'une science mais il est possible néanmoins d'obtenir des estimations raisonnables.

Notre méthode d'évaluation basée sur une recherche de réserves met l'accent sur les réserves par rapport au cash-flow actuel.

L'évaluation des activités d'exploration est plus complexe car nous ne savons pas la quantité de pétrole que la société va découvrir à l'avenir. La vérité c'est que, pour la plupart des sociétés, les quantités de pétrole qu'elles ont découvertes au cours des dernières années est en diminution, et, pour certaines d'entre elles, elles ont chuté brutalement (certaines « majors » découvrent désormais tous les ans moins que la moitié du pétrole qu'elles produisent). Manifestement, la valeur d'une unité d'exploration qui ne trouve pas de pétrole est négative car ses tentatives coûtent beaucoup d'argent. C'est la raison pour laquelle nous attribuons une note modeste aux activités d'exploration, en préférant des sociétés dont les réserves déclarées sont élevées.

Cette méthode nous a permis d'examiner un certain nombre de sociétés pétrolières et nous avons estimé une « Valeur liquidative actuelle » pour chacune d'entre elles en leur attribuant différents niveaux de prix du pétrole. Cette valeur correspond à celle de leurs réserves (en tenant compte du type de pétrole qu'elles exploitent, de leurs coûts d'extraction, de leur rythme d'extraction, etc.), augmentée d'un montant représentant leurs activités d'exploration, moins les dettes qu'elles peuvent avoir contractées. Nous comparons alors cette valeur à la valeur du marché de la société et déterminons si elle est surévaluée, sous-évaluée ou évaluée à son « juste prix ».

Selon nos calculs, la plupart des sociétés seraient évaluées à leur « juste prix » si le prix du pétrole ne franchissait jamais (au-dessus ou en deçà) la barre des 35 \$. L'expression « juste prix » signifie qu'un investissement dans la société rapporterait 10 % par an sur toute la durée de vie de l'investissement. Si nous utilisons 55 \$ comme prix constant dans nos calculs, nombre des sociétés que nous avons sélectionnées valent deux fois plus en réalité, au moins à leur niveau de prix actuel. Et ceci ne tient pas compte de l'inflation ou de toute évolution future. Et certaines de ces sociétés ont plus de 40 ans de réserves. Tous les arguments présentés ci-dessus nous incitent à penser qu'il est extrêmement improbable que le prix du pétrole se maintienne à 40 \$ au cours des 40 prochaines années (il est déjà à 60 \$) et, par conséquent, ces sociétés ont une énorme valeur potentielle.

Nous pensons que le GEVF représente un bon moyen d'exploiter cette valeur car nous nous concentrons davantage sur la durée de vie des réserves pétrolières et sur les capacités de production futures que sur les plus-values ou le cash-flow de l'exercice en cours. Nous investissons dans des sociétés qui viennent seulement d'être reconnues à leur juste prix par le marché et qui sont largement sous-évaluées. Nous pensons que cet investissement comporte une « marge de sécurité » énorme (même avec un pétrole à 40 \$, ces sociétés seraient rentables) et un potentiel de hausse exceptionnel (leur cours pourrait très facilement doubler au cours des prochaines années). De plus, elles fournissent une « couverture » pour tout portefeuille : si le prix du pétrole monte en flèche, d'autres secteurs en pâtiront.

Nous continuons de surveiller notre portefeuille, de peaufiner notre analyse et d'ajuster nos positions en conséquence. Certaines de nos sociétés ont fortement augmenté sur le marché cette année (de plus de 50 % dans certains cas), mais leur valeur potentielle est encore plus élevée qu'avant car cette augmentation ne reflète pas l'augmentation du prix de pétrole qui devrait à notre avis durer plus ou moins comme nous en avons déjà discuté.

Mais cet investissement va être caractérisé par une certaine volatilité : étant donné que ce fonds est concentré sur un seul secteur, ses résultats ne peuvent bénéficier d'un « lissage lié à la diversification », comme c'est le cas pour des fonds dits généralistes tels que le LTIF. Nous ne serons donc pas surpris de voir la VL du fonds baisser de quelques points de pourcentage pendant un ou plusieurs mois (comme il l'a fait en mars-avril de cette année), et, de même, nous ne devons pas anticiper des augmentations mensuelles constantes de 12,81 %, comme celle enregistrée au mois de juin dernier. (Peut-être que cette volatilité sera bien accueillie par les investisseurs du fait de son absence de corrélation, voire même sa corrélation négative, avec la plupart des autres participations). Mais les investisseurs devraient savoir que, si les prix des contrats à long terme (contrats sur pétrole dont la livraison est prévue dans cinq ans) sont bien au-dessus des 40 \$ (ils sont supérieurs à 55 \$ aujourd'hui), le GEVF pourrait devenir un de leurs meilleurs investissements.

Notice légale

Le Long-Term Investment Fund (séries A et B) est autorisé en vue d'une distribution en Irlande à des investisseurs qualifiés n'a pas été enregistré en vue d'une distribution en Suisse, dans l'Union européenne ou aux États-Unis. Le Global Energy Value Fund n'a été enregistré dans aucune autre juridiction que celle des Iles Vierges Britanniques. La présente lettre d'information ne s'adresse qu'aux investisseurs privés qualifiés ayant exprimé leur souhait d'en acquérir des parts. Elle ne saurait en aucune manière constituer une offre de vente de produits financiers, laquelle pourrait ne pas être appropriée à ses lecteurs.