



Chers Amis Investisseurs,

Nous gérons 155 millions d'euros sur nos trois FCP, en légère hausse depuis le début de l'année, en forte baisse depuis un mois. Ce n'est pas très grave pour ceux qui nous accompagnent depuis quelques années ou même quelques mois, mais bien sûr nous sommes désolés pour tous ceux qui nous ont fait confiance pour la première fois depuis quelques semaines. En 2002, j'avais écrit un peu la même chose, pour ceux qui avaient perdu plus de 25% entre avril et octobre cette année-là. Mais c'est comme ça, il n'y a rien à faire. Ce qu'il y a de bien avec l'investissement en actions, c'est qu'on est mathématiquement certain de perdre 20 à 40% de sa mise un jour ou l'autre, si on attend suffisamment longtemps le prochain krach qui finit toujours par arriver. Pour ne pas perdre comme Monsieur Marché, il faut savoir s'y préparer psychologiquement. Keynes était un immense économiste, mais aussi un fabuleux investisseur. Voilà ce qu'il écrivait en 1937, après une baisse brutale du marché de 50% en 6 mois : "Je considère comme étant le devoir de tout investisseur sérieux de supporter de douloureuses pertes avec la plus grande impassibilité"*. Je vous avouerai que depuis une dizaine d'années, j'ai supporté de nombreuses pertes douloureuses. J'en ai parfois tiré un grand profit en rachetant en baisse, le sport favori des investisseurs « value ». 1

DU PÉTROLE ET DE LA VOLATILITÉ

Vous le savez, nous sommes fortement investis sur le secteur des sociétés pétrolières depuis fin 2004. Nous avons largement gagné notre vie sur ce pari, même si nos valeurs ont fortement baissé depuis un mois. Et beaucoup plus que les indices, jusqu'à 30% pour Canadian Natural Resources par exemple, notre plus grosse position. A l'époque, il nous avait semblé que nous avions affaire à une situation « win-win ». Autrement dit un pari gagnant quoiqu'il arrive : le pétrole monte je gagne beaucoup, le pétrole reste stable je gagne beaucoup, le pétrole baisse fortement je ne perds rien, le pétrole s'effondre... je ne suis pas mort². Bref ce que les mathématiciens appellent une espérance de gain positive**. Et c'est ça notre métier d'investisseur : faire des paris à long terme avec une espérance de gain très positive.

Donc, nous avons fait ce pari sur les pétrolières, sans prendre de pari sur l'évolution des cours du pétrole. Et puis nous avons fait notre travail d'investisseur. Nous avons creusé le sujet. Lu pas mal de bouquins, sur l'histoire de l'or noir, sur la géopolitique et sur l'économie de cette source d'énergie. Nous sommes allés rencontrer des entreprises, des consultants, des géologues. Nous en sommes ressortis avec une idée très simple, voire relativement évidente : le pétrole est une matière première en voie d'épuisement, mais personne ne sait quand nous commencerons à en manquer. Demain, ou dans 40 ans ? Avant ou après que des chercheurs géniaux aient trouvé une source d'énergie nouvelle, abondante, stockable et inépuisable ?

Nous croyons que l'important, ce n'est pas la réponse, mais la question. Et la vraie question, ce n'est pas de savoir si nous avons 30 ou 100 ans de réserves, mais à quel rythme les compagnies pétrolières seront capables de produire. L'humanité consomme chaque jour la quantité astronomique de 85 millions de barils. Un volume en augmentation de 1.8% par an depuis 1996. Imaginez simplement que

¹ Voir notre lettre de juin 2002, Qui perd Gagne. Mais pour l'impassibilité, je ne suis pas vraiment sûr...

² Voir notre lettre d'Avril 2005, Madame Irma et le cours du pétrole



la production mondiale de pétrole ne puisse pas dépasser ce chiffre. Personne ne parlerait de la fin du pétrole, n'est-ce pas ? Et pourtant ce serait une véritable catastrophe économique. En effet, la croissance serait brutalement stoppée. Il n'y a pas à ce jour de source d'énergie de remplacement disponible. Les Chinois, les Indiens et les Brésiliens voudront tout comme nous rouler en voiture, prendre l'avion et consommer des emballages plastiques, eh bien il faudra partager avec eux. Il y a deux moyens de partager une denrée rare dans un monde sans pitié : l'acheter plus cher que votre voisin, ou la voler les armes à la main, ce qui s'appelle faire la guerre.

Donc l'important ce n'est pas la réponse, mais le fait qu'aujourd'hui des gens très sérieux, bien informés et sans intérêt économique particulier se posent la question. Comme M. Pierre-Henri Guyon, un scientifique cité par le remarquable magazine Nautilus : « La génération des jeunes d'aujourd'hui va vivre une époque extraordinaire, puisqu'elle va devoir assumer la fin d'un monde. L'énergie pétrolière va se raréfier, tout le système économique sera à réinventer, il faudra comprendre et faire face aux changements climatiques, à des choix de société liés aux biotechnologies..... Ils ne vont pas chômer ! Ce qui m'affole, c'est qu'ils y soient si peu préparés..... ». C'est inquiétant, n'est-ce pas ?

Il y a aussi des gens qui doivent se poser la question beaucoup plus que d'autres. Ce sont les dirigeants des pays de l'OPEP, et notamment de l'Arabie Saoudite. L'Arabie Saoudite, c'est un immense désert où vivent 30 millions de personnes. J'ai lu récemment dans le magazine beaucoup plus sérieux et beaucoup plus américain, Forbes, une remarque très intéressante d'un grand homme d'affaires saoudien : « Je préfère vendre 8 millions de barils à 90 \$ que 12 millions de barils à 50\$ ». Ce n'est pas idiot. Pourtant ce n'est pas ce que disent les journaux occidentaux. Début 2006 le très sérieux Financial Times expliquait que les Saoudiens devaient (au sens du devoir moral) augmenter leur production, et pour cela investir plus de 20 milliards de \$. Je ne sais pas si l'homme d'affaires de Forbes serait d'accord. Donner 20 milliards de \$, essentiellement à des entreprises occidentales, pour vendre une denrée rare moins cher, essentiellement à ces mêmes occidentaux, je ne sais pas si c'est impérialiste, c'est en tout cas économiquement stupide.

LA THÉORIE DU PEAK OIL

Dans les années 50, un géologue américain nommé King Hubbert osait annoncer que la production américaine de pétrole finirait par plafonner, aux alentours de 1970. Personne n'y croyait, car cette production ne faisait qu'augmenter depuis presque un siècle. On finit souvent par croire que tout ce qui dure depuis un bout de temps est éternel. Or, en décembre 1970, la production US atteignit le volume fantastique de 10 millions de barils/jour, et ce fut malheureusement un record. Aujourd'hui les États-Unis ne produisent plus que 6 millions de barils/jours. Il en va ainsi de la production de tous les puits de pétrole : la production monte d'année en année, atteint un plateau puis baisse inexorablement. King Hubbert avait fait le même raisonnement à l'échelle d'un pays, les USA. Le grand jeu des géologues aujourd'hui, c'est d'essayer de calculer quand sera atteint le Peak Oil mondial. Les plus « sérieux », c'est-à-dire ceux qui ne se mouillent pas trop, annoncent que le Peak Oil aura lieu dans 20 ou 30 ans, à un niveau de production largement supérieur à 100 millions de barils/jour. D'autres, moins conformistes mais pas forcément plus précis, annoncent que le Peak Oil aura lieu entre... 2006 et 2010 ! C'est-à-dire aujourd'hui à l'échelle des marchés financiers qui anticipent. Je vous avouerai que je n'ai pas trop envie de faire de pari sur la date du Peak Oil. En revanche, je veux bien parier sur le fait qu'il arrivera. Un jour. Là, on ne prend pas trop de risques... Je vais vous expliquer comment un peu plus loin. En attendant, voici une autre théorie complémentaire, mais plus personnelle.



CE QUI EST BON POUR L'HUMANITÉ DOIT ÊTRE BON POUR L'INVESTISSEUR SEXTANT

Les hommes politiques aimeraient bien que le prix du pétrole baisse. Mais les hommes politiques aimeraient bien aussi être réélus et se moquent pas mal de ce qui se passera dans 20 ans ou même après les prochaines élections. Or il me semble logique que pour le bien de l'humanité, le prix du baril doive monter. Pour pouvoir financer la recherche sur les énergies nouvelles. Pour pouvoir aller chercher du pétrole plus loin, plus profond, plus cher. Pour pouvoir inciter les consommateurs occidentaux à réduire leur consommation en faisant plus attention, et à repartir à la chasse aux gaspillages ! Plus il baissera et moins on recherchera d'alternatives. Plus il baissera et moins la transition avec d'autres sources d'énergies ou d'autres modes de vie sera facile. Plus il baissera et plus nous resterons intoxiqués à sa consommation, et moins les générations futures n'en disposeront (de pétrole mais aussi d'énergies nouvelles que nous ne serons pas allés découvrir). Enfin, pour terminer la démonstration, plus il baissera et plus il finira par monter brutalement par manque de préparation au changement ou à un événement dramatique (attentat majeur en Arabie Saoudite, guerre en Iran, en Afrique, cyclones aux USA...). Comme je suis un grand optimiste pour l'avenir de l'humanité, je préfère faire un pari contre le souhait des hommes politiques (ou le « personnel politique », comme les appelle l'inimitable et immense investisseur Edouard Carmignac). Remarquez, il y a un gouvernement qui pense à peu près la même chose, et qui compte un peu quand même sur cette planète. C'est le gouvernement chinois. Je viens de lire à l'instant dans Les Echos que le China Daily se réjouit de la hausse des produits pétroliers dans ce pays. L'économiste Robert Blohm y défend ainsi comme « solution la plus efficace et la plus rapide à la hausse des prix du pétrole, la hausse des prix elle-même ». Curieux ? Pas du tout. Reprenons la lecture des Échos : « Robert Blohm dresse une longue liste d'avantages pour l'empire du Milieu de la septième hausse depuis 2005 des prix intérieurs des produits pétroliers raffinés. Pour la Chine, cela encourage les économies d'énergie, incite à se lancer dans l'énergie renouvelable et pousse l'économie chinoise à être plus efficace et à réaliser ainsi des économies qui peuvent être réinvesties dans d'autres secteurs. *« Elles accroissent également la sécurité nationale en réduisant la dépendance à l'égard des importations de pétrole »*. CQFD. Je vais finir par prendre ma carte au parti.

Nos investissements pétroliers : une couverture contre le risque de hausse du baril et un formidable réservoir de croissance

Proclamer l'imminence du Peak Oil est un acte écologiste et civique militant. Si « le personnel politique » nous écoutait, nous le ferions bien volontiers. Car c'est un risque faible à court terme, mais certain à long terme, et plus il se produira tôt plus les incidences seront catastrophiques. Puisque les hommes politiques ne veulent pas s'y préparer, pas plus que le consommateur qui se cache derrière eux, il me semble nécessaire vu l'enjeu de le faire nous-mêmes. Je ne voudrais pas affoler encore plus monsieur Guyon. L'investisseur Sextant, lui, sera prêt.

Canadian Natural Resources (CNQ) est une formidable entreprise. Créée il y a un peu plus de 20 ans avec un million de dollars, sa capitalisation boursière atteint aujourd'hui 30 milliards de dollars canadiens. CNQ est une véritable valeur de croissance, et son management a constitué un superbe portefeuille de réserves gazières et pétrolières. Le plus beau, c'est qu'elles sont encore largement inexploitées. Ils disposent de cinq Millions d'hectares sous lesquels dorment de gigantesques réserves de gaz. Mais surtout, il y a le projet Horizon. C'est un énorme gisement de sables bitumineux dont l'exploitation, après de nombreuses années et des milliards de dollars d'investissement, ne commencera qu'en 2008. Pour produire près de 500.000 barils/jour vers 2015. La production totale devrait passer de 550.000 barils/jour en 2005 à plus d'un million en 2015, avec une montée en puissance très progressive. Surtout, contrairement à un puits de pétrole traditionnel, la production du projet Horizon sera stable pendant environ 40 années. En effet, il s'agit d'une mine à ciel ouvert, avec



du sable facilement récupérable, et non de l'huile profondément enfermée dans des roches plus ou moins perméables. Warren Buffett raconte que lorsqu'il étudie un dossier, il préfère en ignorer le prix afin de déterminer sans influence ce qu'il serait prêt à payer. Franchement, pour une société avec une telle croissance future et passée, avec une telle visibilité, je ne crois pas qu'un PER de 13X soit très raisonnable pour 2007. Un PER de 13, c'est parce que nous sommes prudents, et que nous faisons nos calculs avec un baril à 55\$. Toujours la fameuse marge de sécurité. Avec un baril à 70\$, le PER serait de 10 seulement. Rien que de l'écrire, j'en ai des frissons ! Il y a aussi un autre moyen de valoriser CNQ, que j'ai lu dans une interview récente des gérants de FairHolmes Capital, des types qui font des merveilles depuis plus de sept ans avec une philosophie de gestion à la Buffett. CNQ possède 9 milliards de barils de réserves de sables bitumineux en terre. Si on valorise ces barils à 12 US \$, CNQ vaut ... tellement que les gérants de FairHolmes n'ont pas voulu citer de chiffre. Nous avons fait ce calcul sur la base de 2.5 US\$ le baril de réserve en terre. Dans ce cas CNQ vaut 110 \$ canadien par action soit deux fois plus qu'actuellement.

Et voilà. CNQ, nous le pensons est un formidable réservoir de croissance, même si d'aventure le baril redescendait à 40\$. Et s'il y a réellement des problèmes au niveau de l'offre de pétrole, c'est à dire que les producteurs n'arrivent pas à suivre le rythme de la demande, alors CNQ sera pour nous une colossale couverture contre la baisse des marchés. A long terme. Parce qu'à court terme, le marché peut tout emporter sur son passage. Depuis un mois, le marché se fait peur (et peut-être à juste titre, mais je n'y crois pas trop) sur une hausse des taux. En particulier due à la cherté du baril qui ferait monter l'inflation. Et il est vrai que depuis un mois tout a baissé, sauf le prix du pétrole. Mais alors pourquoi les pétrolières ont-elles tant souffert récemment ? Et que se passerait-il si le baril baissait à 60 ou 50\$? En réalité le marché anticipe déjà une baisse du baril, et surtout il vend tout ce qui a le plus monté depuis quelques mois. A mon avis sans trop de discernement. Malheureusement, je pense que cette volatilité, nouvelle pour vos FCP, est le prix à payer pour participer à la formidable croissance de sociétés comme CNQ, et pour se couvrir en prime contre le plus fantastique risque que pourrait affronter le monde dans les 30 prochaines années : qu'il n'y ait pas assez de pétrole pour faire tourner les réfrigérateurs et les automobiles de milliards de consommateurs, et pour continuer à polluer notre belle planète. Monsieur Guyon n'est pas un farfelu, «L'énergie pétrolière va se raréfier, tout le système économique sera à réinventer... ». Oui, mais quand ? En tout cas, chez Amiral Gestion, nous sommes prêts. Même à ce que cela arrive dans très longtemps, quand, pour citer Keynes une nouvelle fois, à long terme, nous serons morts !

En attendant, vous pouvez compter sur votre équipage pour travailler dur, remonter la pente et affronter de nouveaux coups de vent.

Aussi, une dernière chose. Je ne suis pas un très bon market timer. Mais je vais racheter du Sextant. Je suis comme ça. J'y crois. Vive les soldes !

À bientôt,

François



* J'ai lu cette histoire dans une interview de Bill Miller, un des meilleurs gérants de fonds du monde, publié par le magazine OI D en mars 2006. So sorry, in English (la France, je l'aime et je ne veux pas la quitter, ne me dénoncez pas à la milice !). C'est Bill Miller qui parle. Écoutons le maître :

This Keynes story is from 1937. Keynes was long on margin in his personal account, and he was long in his endowment, as well. And the market began to drop very rapidly - falling almost 50% in the first six months. And so he began to get these letters that said, "Don't you think that you should reduce your exposure as the market's falling?"

He finally got exasperated and sent a memo back saying, "I wouldn't consider it improper to own a few shares at the bottom of the market. Your apparent investment approach is that I should be liquidating as the market gets more attractive, and that I should be buying as it goes up." He then said what I thought was a great line: "I consider it the duty of every serious investor to suffer grievous losses with great equanimity."

So I have a lot of experience with the former - and I'm trying to cultivate the psychological state that he was recommending.

** L'espérance de gain, ou espérance mathématique, on en parle, mais qu'est-ce que c'est précisément ? Voici la formule :

$$\text{Espérance} = R_1 \times P_1 + R_2 \times P_2 + R_3 \times P_3 + \dots + R_n \times P_n$$

Où R_1 est le gain (ou la perte) lié à l'événement E1, dont la probabilité de se produire est de P_1 , et où $P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_n = 1$ (c'est-à-dire que les événements E1 à En ont une probabilité de 1, soit de 100%, de se produire). Par exemple si on vous propose de jouer à pile ou face, pile vous gagnez 1 euro et face vous perdez 1 euro, l'espérance de gain est :

$$\text{Espérance} = R_{\text{pile}} \times P_{\text{pile}} + R_{\text{face}} \times P_{\text{face}} = 1 \times 0,5 - 1 \times 0,5 = 0$$

Logique n'est-ce pas ? Au loto en revanche, c'est plus compliqué, mais votre espérance de gain est négative. Si vous jouez 1 euro, vous avez une immense chance de perdre 1 euro, et une ridicule chance de gagner une fortune. Mais globalement, vous êtes perdants. Parce qu'en gros, personne ne gagne jamais au Loto.

Notre métier, c'est donc de faire des paris, où l'espérance de gain est très largement positive, et où il n'y a pas d'événements où on perd trop d'argent (ou alors il faut faire beaucoup de petits paris, pour ne pas risquer de tout perdre par grande malchance dès le départ).