

LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 24 mars 2008

0,005473 ! C'est le nombre d'action JP Morgan que toucheront les actionnaires de Bear Stearns, la 5^é banque d'affaire aux Etats-Unis, vieille de 85 ans, pour chacun de leur titre. La quasi-banqueroute de l'établissement est un nouveau stigmatte de la gravité de la situation. L'intervention de JP Morgan, aidé par la Fed de New York, a probablement évité un séisme qui aurait dévasté la finance américaine et son économie.

Pourtant la question que nous sommes amenés à nous poser aujourd'hui est : Sommes-nous à un point de retournement du marché ? Cette question pourra paraître saugrenue à certain à un moment où les mauvaises nouvelles s'accumulent. Pourtant, nous avons des raisons de penser qu'un rebond pourrait se développer dans les jours et semaines à venir.

Généralement, et c'est empirique, les retournements de marché se produisent lorsqu'ils font le plus mal au plus grand nombre. C'est pourquoi, la fin des marchés baissiers coïncide souvent avec le pic de la crise, impliquant parfois une faillite. C'est le moment où les derniers investisseurs haussiers capitulent car il devient trop évident que les marchés ne peuvent que baisser. Il semble que l'on vienne de dépasser ce cap. Malgré l'ambiance cataclysmique, le marché américain s'est offert des hausses de plus de 3% et 4% ces derniers jours. La fin d'un marché baissier est souvent ponctuée de séances en fortes hausses.

La quasi-faillite de Bear Stearns est le type d'événement que nous attendions pour reprendre confiance. Des faillites ont souvent devancé une hausse des marchés (Franklin National en 1974, First Penn en 1980 ou Continental Illinois en 1984). Dans ce contexte, la bonne tenue du marché américain cette semaine est très encourageante.

D'un point de vue plus fondamental, quelles évolutions récentes justifient notre regain de confiance ?

La crise actuelle est une crise de l'immobilier américain mais aussi une crise de confiance. Si elle ne peut rien directement sur le prix des habitations des américains, la Fed joue un rôle important pour restaurer la confiance des prêteurs. Les actions engagées ces derniers mois sont probablement décisives :

- En aidant JP Morgan à reprendre Bear Stearns, la Fed s'est muée de « prêteur en dernier ressort » à celui « d'acheteur en dernier ressort ». De fait, la Fed commence à engager sa garantie et indique implicitement aux autres établissements financiers que leur risque de solvabilité se réduit voire disparaît. Dans la foulée, les Spreads des banques américaines se sont fortement détendus.

- Avec la détente supplémentaire de 75pb, les taux courts ont été baissés de 300pb en sept mois. Les taux d'intérêt réels (défalqués de l'inflation) sont clairement négatifs. C'est un élément essentiel pour permettre à l'économie de repartir. Historiquement, cela a toujours permis d'engager la hausse des actions comme en 1992 ou en 2002.

- Les aménagements visant à booster la liquidité fournissent des résultats. Les mesures de masse monétaire progressent fortement. Une hausse de la liquidité précède en général une hausse des actions. Les dernières baisses de taux ne feront que renforcer ce phénomène.

- La classe politique est aussi très active. Fannie Mae et Freddie Mac, les deux agences de refinancement hypothécaire vont bénéficier d'un assouplissement des règles prudentielles et auront besoin de moins de capitaux propres pour refinancer les prêts. Elles vont ainsi injecter entre 200 et 300 milliards USD dans le marché des ABS (Asset Backed Securities).

- La baisse du dollar devrait pousser les autres banquiers centraux à emboîter le pas de la Fed.

D'un point technique, tous les voyants sont au vert :

- La volatilité du S&P 500, le VIX, a atteint 30 la semaine dernière. C'est le signe d'une extrême aversion pour le risque de la part des investisseurs. La dernière fois qu'il avait atteint un tel niveau était en 2003.

- Le ratio « bull-bear » mesurant l'optimisme des conseillers indépendants américains se retrouve à des niveaux inférieurs à ceux de 2002. C'est un signe de capitulation.

- La lecture des « put-call » ratio indique également des records de prudence.

- Ce sont les financières qui ont poussés les indices à la hausse lors des dernières séances.

Un grand nombre de conditions permettant aux investisseurs de commencer à regarder au-delà la crise actuelle nous semble réuni. Cela signifie qu'il est désormais risqué d'être hors du marché et qu'une démarche d'accumulation progressive d'actifs risqués et en particulier d'actions est la bonne stratégie.

Bien entendu, la crise n'est pas terminée. La presse est là pour nous le rappeler. Récession, Stagflation, Crise Systémique font la une des gros titres. Les prix de l'immobilier américain vont continuer de baisser, les données macro-économiques seront encore médiocres, les révisions bénéficiaires ne sont qu'à leur début et l'immobilisme de la BCE risque d'envoyer le dollar au tapis... Ces facteurs de risques doivent être surveillés de près.

Mais, il convient de garder à l'esprit qu'acheter des actions ce n'est pas « acheter l'économie ». C'est acheter un actif à un prix déterminé par l'action (ou l'inaction) des investisseurs. Celle-ci est influencée par les fondamentaux mais aussi par leur psychologie. Pour un gérant de portefeuille, il est d'autant plus confortable d'être dans le consensus que celui-ci est puissant. En ce moment, c'est le cas et il est en dehors du marché. En bourse, profiter des excès de la nature humaine est un exercice qui demande conviction, courage et qui peut être lucratif pourvu que le moment soit bien choisi et le risque sous contrôle.



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'aBear Stearnsence 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.