

LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 28 avril 2008

Cette semaine nous souhaitons aller plus loin dans notre idée d'être acheteur de risque (actions, obligations « high yield »). Nous sommes dans une phase où les marchés semblent vouloir aller de l'avant malgré des vents opposés et surtout contrairement à la croyance du consensus. Qui aurait cru il y a 2 ou 3 semaines, qu'avec un pétrole à 120\$, les marchés soient au plus haut de leur « trading range » récent ? D'une manière générale, le marché est plus fort que le consensus. Le délai pour que le consensus le reconnaisse et change de position est une période lucrative pour ceux qui ont vu le vent tourner avant les autres.

Bien sûr le contexte donne encore aux baissiers de solides arguments : de nouvelles dépréciations dans le bilan des banques sont à attendre, les taux interbancaires sont au plus haut, personne ne sait où va le pétrole, le prix du riz génère de l'instabilité. Ces éléments sont tous très présents à l'esprit des investisseurs. Nous les surveillons de près afin de déterminer s'ils ont la capacité à barrer la route d'une amélioration du comportement des actifs risqués. A ce stade, nous ne le pensons pas. Le risque pour un investisseur serait, selon nous, d'attendre que tous ces facteurs de risque se dissipent. Intellectuellement et commercialement, cela serait certainement plus satisfaisant mais probablement pas financièrement car d'ici là les marchés seront probablement bien plus hauts. Après tout, investir c'est prendre des risques calculés.

Cette semaine nous souhaitons nous poser une question à laquelle personne n'ose encore songer au sujet de l'économie américaine. La plupart des stratégestes&économistes nous prédisent un avenir sombre. Les plus optimistes prévoient une reprise en « U ». Une « recovery » en « V » est-elle possible ? Plusieurs points rendent cette hypothèse plausible :

Représentant 70% du PIB, le consommateur américain est le point de départ de toutes les projections macro-économiques. Dans un contexte où son immobilier se dévalorise, il a peu de chance de voir sa consommation repartir de l'avant vigoureusement. Néanmoins, elle pourrait ne pas flancher car le passé nous apprend que les dépenses de consommation sont moins dépendantes de l'effet richesse que de la sécurité de l'emploi et de la croissance des revenus. Or, on constate que les entreprises ne sont pas (plus qu'à l'accoutumée) acculées à se restructurer et que la croissance des revenus des salariés demeurent correcte. Pourquoi ?

On ne peut être qu'impressionné devant la relative résistance de l'économie américaine face aux chocs qu'elle subit : baisse des prix de l'immobilier, « credit crunch », envolée des coûts énergétiques, crise de confiance... Plusieurs raisons dont nous avons déjà parlé abondamment expliquent cette résistance : capacité d'auto-régulation de l'économie, réaction vigoureuse de la Fed et du gouvernement fédéral... Mais une autre raison est le fait qu'à côté d'un secteur financier très « leveragé » cohabitent des entreprises sous-endettées. Ce point explique probablement que, contrairement à la crise des années 2001-2002, les profits aient été corrects (hors finance) alors que les spreads d'entreprises se sont fortement dégradés. La Fed a fortement baissé le coût de l'argent pour éviter un effondrement du système financier. Par cette action, les entreprises non financières, pour la plupart en bonne posture, ont reçu une stimulation que le ralentissement économique seul ne justifiait pas. Elles ne sont donc pas dans une situation les poussant à réduire leurs effectifs.

Et l'inflation ? La hausse des matières premières est-elle la dernière étape avant une hausse généralisée des prix ? Si l'analyse que nous avons développée la semaine dernière se révèle exacte, la hausse des prix des denrées agricoles n'est pas un phénomène structurel et durable. Elle s'appuie sur un déséquilibre offre/demande - qui pourrait être corrigé si on aidait les paysans des pays en voie de développement à améliorer leur productivité -, sur une fuite des capitaux des actifs classiques - qui pourraient retrouver quelques attraits -, sur la faiblesse du dollar - qui ne sera pas éternelle -. L'inflation « core » reste contenue dans la plupart des pays, en particulier en Chine. La Chine étant l'un des principaux exportateurs de déflation, des tensions inflationnistes dans ce pays auraient des répercussions majeures. Ce n'est pas le cas. Aussi, l'inflation ne nous paraît pas être un frein significatif au rétablissement de l'économie américaine dans les prochains mois.

Enfin, notons que :

- les exportations restent très solides. La part du commerce extérieur à la croissance du PIB n'a jamais été aussi importante depuis plus de 20 ans.
- les taux réels négatifs sont une incitation à l'investissement plutôt qu'à l'épargne.
- la pente de la courbe des taux est en général un bon indicateur avancé des profits du secteur financier à 6/9 mois et de l'économie en général. Etant de plus en plus pentue, elle indique une amélioration.

Comme indiqué plus haut, nous demeurons attentifs au développement des facteurs de risque qui pourraient faire dériver l'économie mondiale. Tous les investisseurs en ont conscience. Néanmoins, il est souvent enrichissant de s'interroger sur des possibilités éloignées des préoccupations du moment des investisseurs. Ici, c'est d'autant plus le cas, que la validation de l'hypothèse que nous soulevons aujourd'hui, sans être nécessaire à la poursuite du rebond des bourses que nous attendons, est loin d'être déraisonnable et aurait des implications particulièrement positives sur les marchés d'actions.

Pour finir, comme nous l'indiquions la semaine dernière, nous surveillons toujours avec beaucoup d'intérêt le comportement du S&P 500 dans la zone 1380-1400 points. Comme beaucoup d'autres indices, l'indice large américain forme une « tête-épaule » inversée. Nous imaginons aisément tous les traders fébriles, la main sur le « buzzer », prêts à lancer des ordres d'achats lors de la validation de la figure. La bonne tenue du marché dans cette zone, nous conforte dans l'idée que la rupture de cette résistance est probable et imminente.

Régis Yancovici



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 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**.