

LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 31 mars 2008

La semaine dernière nous avons expliqué pourquoi notre sentiment sur les marchés d'actions était de « renforcer progressivement sur faiblesse » plutôt que de « vendre sur rebond ». Cette fois nous nous intéressons à l'un des marchés qui a le plus baissé ces derniers mois.

Les actions A de Shanghai ont chuté de 45% depuis les plus hauts atteints en octobre dernier. De nombreuses voix s'étaient déjà élevées au début de l'année 2007 pour pointer un risque de bulle. Mais, pour emprunter un terme à la physique, la « quantité de mouvement » du marché rendait son arrêt d'autant plus difficile que l'économie chinoise semblait immune à la crise de l'immobilier américain. La thématique d'investissement aussi séduisante fut-elle ne pouvait justifier n'importe quel cours. Avec des Price Earning de plus de 50 en octobre, le marché avait pris une large avance sur ses fondamentaux. La baisse est-elle seulement une pause ou met-elle en risque l'économie chinoise ?

Si l'on compare la courbe du marché à sa droite de tendance long terme, nous étions au moment du plus haut à 2 écarts type. Après la baisse, nous sommes encore à 15% au-dessus de cette tendance. Bien évidemment cette droite de tendance ne constitue en rien un support. Le marché chinois, plus que tout autre, a tendance à s'éloigner de ses moyennes. En effet, malgré l'ouverture du marché aux investisseurs institutionnels internationaux, il demeure dominé par des investisseurs de détail. Ce sont des investisseurs « momentum ». C'est-à-dire que leur avis sur le marché dépend fortement de sa performance dans le passé récent. Ils accompagnent donc les tendances et de fait les exagèrent. Leur sentiment peut rapidement passer de l'euphorie à la panique.

Les valorisations quoiqu'encore élevées ne sont plus délirantes. A 27 fois les bénéfices de l'année en cours, ils se situent légèrement sous leur moyenne de long terme (30). Néanmoins, là encore, les écarts autour de cette moyenne sont importants. Le marché se payait 60 fois fin 1997 et 13 fois en 2005. Une baisse supplémentaire de 20% pousserait les PE vers leur moyenne moins un écart type.

Les dirigeants politique commencent à s'émouvoir de cette baisse et tentent de mettre en œuvre des décisions visant à restaurer la confiance. Ils mettent en garde le public contre les grandes introductions en bourse. Ils baissent les impôts sur les dividendes. Ils prévoient de réduire l'impôt de bourse. Cela ne sera certainement pas suffisant pour arrêter la baisse mais va dans le bon sens.

Jusqu'à présent la baisse de la bourse de Shanghai a épargné l'économie chinoise et cela ne devrait pas changer pour 3 raisons :

- Il n'y a quasiment aucun levier dans les marchés financiers chinois. Les autorités sont très soucieuses de ne pas permettre aux établissements financiers de faire des prêts ayant pour but d'investir en bourse. Même si la baisse est douloureuse pour les investisseurs, il n'y a pas de risque systémique dans le système bancaire. En fait, la performance décevante de la bourse a augmenté l'épargne des chinois logée dans les banques.



- L'impact sur « l'effet richesse » des chinois est négligeable. En dépit de la hausse des chinois qui investissent en bourse, seulement 5% des ménages ont une exposition significative.
- La performance des actions a peu d'impact sur le coût du capital des entreprises. L'émission d'actions reste le privilège des entreprises étatiques. Les entreprises privées, qui comptent pour 70% de l'économie, ne peuvent pas se financer sur le marché actions domestique.

Nous surveillons ce marché sans vouloir jouer un rebond. Si la baisse devait continuer à ce rythme, des occasions d'achat devraient se présenter dans les prochains mois.



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'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.