

Les investisseurs ont besoin de visibilité pour établir leurs prévisions et décliner les stratégies adéquates. L'annonce des performances de l'économie américaine au 1^{er} trimestre a été l'étincelle qui a inversé les principales tendances, parfois violemment, en place depuis plus d'un an.



Retournement d'avril



Non seulement la publication d'une croissance américaine de 0.2% a été inférieure aux prévisions, mais sa composition n'est pas encourageante : la croissance de la consommation bien qu'affichée à +1.9% en rythme annuel est « boostée » par des dépenses ponctuelles de santé. Les exportations chutent de 7.2%. Pas de doute, le principal coupable est la vigueur du dollar comme nous le mentionnions dans notre publication **PRISM' Marchés n°21**. Les grèves dans les ports de la côte ouest ont également joué un rôle. Compte-tenu des toutes dernières publications, la révision du PIB, qui sera publiée le 29 mai, pourrait même marquer une contraction.

Le rebond récent du dollar n'a pas été une surprise. En effet, la hausse du dollar, dans l'anticipation d'une hausse des taux américains, rendait inutile cette même hausse. Ce phénomène portait en lui-même sa fin. Ainsi, la date de remontée des taux est encore repoussée. Plus d'attente en juin, peut-être en septembre, sans doute en décembre, tel est le consensus actuel. Le positionnement extrême des investisseurs, tant sur le dollar que sur les taux long, a bien sûr exacerbé le phénomène.

Les conséquences ont été tels des dominos : rebond du dollar, rebond des matières premières, changement de leader sectoriel (l'énergie progresse de 11.4% en avril alors que c'est le pire secteur sur 4 ans), rebond violent des taux longs sous l'effet d'une hausse des anticipations d'inflation. Sur cette classe d'actifs, il faut reconnaître que les niveaux atteints en Europe n'avaient plus grand-chose à voir avec des fondamentaux qui s'améliorent. Le programme de la BCE sert d'épouvantail à tous les spéculateurs souhaitant « shorter » les emprunts d'état. Soit. Pourtant, le programme de rachat d'actifs ne peut justifier n'importe quel niveau de taux. Clairement le zéro atteint par les taux à 10 ans allemand a servi de repoussoir.

Ce violent ajustement est sans doute temporaire (mais ne sera pas le seul) tant que la Fed ou la BCE ne modifient pas leur politique. Il n'en est pas question à ce stade. Pour la Fed, le ralentissement provient de « facteurs transitoires ». Mais, selon nous, elle est trop optimiste quand elle estime que les tendances du marché de l'emploi et d'inflation sont actuellement cohérentes avec son double mandat. L'objectif de 2% d'inflation est bien loin, même si le rebond récent du pétrole va avoir un effet dans les prochaines publications. Elle maintient donc son cap. Mais nous n'excluons pas une inflexion.

Ainsi, lorsque les positions spéculatives auront été débouclées, il est probable que les précédentes tendances se remettent en place, même si, pour sa part l'Euro/Dollar est probablement proche d'un cours d'équilibre.

Le retournement de marché du mois d'avril ne remet pas en cause notre stratégie. Nous poursuivons les allègements afin de constituer des réserves en cas de correction.

La Chine : Glissez du A au H



Dans notre précédente lettre **PRISM' Marchés n°21**, nous recommandions les actions H du marché de Hong Kong. La configuration chartiste nous avait incités à nous ré-intéresser à cet actif. La sortie d'une zone de consolidation longue de 5 ans s'est rapidement concrétisée en avril. Cette recommandation a donc très bien fonctionné et demeure d'actualité. La performance a été de 14.4% en un mois.

Après avoir grandement alimenté la bourse de Shanghai, les flux des capitaux chinois se dirigent désormais vers Hong-Kong où de nombreuses sociétés affichent une décote sensible par rapport à leur cotation sur le continent. La possibilité pour un investisseur particulier de Chine continentale d'investir à Hong-Kong a été un espoir porté de longue date. Par exemple, en 2007, il avait permis à la bourse de gagner 55% entre août et octobre. Aujourd'hui, avec la plateforme « Connect », c'est désormais possible. De plus, depuis la fin mars, les mutual fund et les compagnies d'assurance chinoises ont aussi la possibilité d'investir à Hong-Kong. Ces deux acteurs pèsent 2 200 Md\$. Cette décision politique, qui vise à dégonfler le risque de bulle à Shanghai, risque d'en créer une à Hong-Kong. Elle ne produira pas des effets instantanément. Par exemple, un mutual fund devra modifier son prospectus et attendre 30 jours pour obtenir l'accord de la majorité des porteurs. Contrairement à Shanghai, la valorisation des actions chinoises H est attractive. Autant en profiter dès maintenant.

Désormais, nous préférons donc arbitrer/alléger les marchés de Shanghai & Shenzhen au profit des actions H

plutôt que d'augmenter la part des actions chinoises qui demeure significative, car les signaux de surchauffe à court terme se multiplient :

- Des nombreux stratégestes sont désormais positifs et estiment que la hausse n'en est qu'à ses débuts. Souvent, ils ne comparent pas les valorisations actuelles à leur moyenne mais à leur sommet atteint en 2007 avant le krach.
- La valorisation de Shenzhen, marché comportant de nombreuses petites et moyennes capitalisations dans les secteurs de la consommation et de la technologie (c'est-à-dire délesté des valeurs bancaires à valorisation structurellement basse) atteint 50 !
- La hausse est principalement alimentée par les particuliers. Pour le moment, en dehors de Hong Kong, ils n'ont pas d'autres places pour investir. Ils se détournent de l'immobilier. Les actions A sont quasiment un choix par défaut.
- Une étude menée fin 2014 indique que les derniers particuliers entrant sur le marché ont rarement fait des études secondaires et dispose d'un patrimoine limité. Ainsi, ils ne résisteront probablement pas à la tentation de vendre dès que le « momentum » se retournera. Volatilité importante en perspective.
- Le rythme des ouvertures de compte chez les brokers est impressionnant : 4 millions par semaine. C'est 60 fois plus qu'il y a un an.
- Le levier est important. Selon la CSRC (l'AMF chinois), 1 600 milliards de yuan ont été prêtés aux investisseurs particuliers pour investir en bourse.

Le fait que le nombre d'investisseurs investis en bourse soit bien plus important qu'en 2007 incitera peut-être les autorités à faire en sorte que l'atterrissage du marché se fasse en douceur. Mais, selon la maxime, « la plus belle femme du monde ne peut donner que ce qu'elle a » ; les indices de Chine continentale ont déjà beaucoup donné : 157% en 1 an pour l'ETF db x-trackers CSI300 Index.

Souhaitant maintenir une exposition significative à la Chine (les arguments ne

manquent pas et peuvent être trouvés dans nos précédentes publications), nous renforçons les actions H. Taiwan, déjà présent dans l'allocation « EMERGENTS » peut également être favorisé. Les rumeurs d'une connexion entre Shanghai et Taipei ont bénéficié à ce marché. Là encore les valorisations sont basses (PE 12.7, soit 10% de décote sur sa moyenne de long terme). A la différence de nombreux autres pays émergents, ce marché n'est pas vraiment pénalisé par la hausse dollar, de nombreuses sociétés (technologie) étant exportatrices vers les Etats-Unis.

Nous recommandons l'allègement progressif des actions de Shanghai et Shenzhen et prenons ainsi de confortables bénéfices dans nos allocations ETF au profit des actions H.

Ces graphiques ont retenu notre attention



Energy Select Sector SPDR

Le retournement de situation du mois dernier a permis au secteur énergétique américain de former un « double bottom » pour envisager de gagner 10% de plus. Nous avons accumulé des positions sur le secteur depuis le mois de décembre mais nous ne souhaitons poursuivre en ce sens compte tenu des pondérations atteintes dans les allocations.

A moyen terme le secteur est attractif à plus d'un titre :

- Le secteur est le moins cher du S&P500. Il affiche une décote élevée de 50% sur le reste du marché.
- Le passé nous a montré que les grands pétroliers savaient gérer les phases de chute des cours du pétrole. Les marges restent solides grâce à une baisse des investissements et les dividendes sont peu réduits.
- Dans un contexte de taux proche du niveau de la mer, les rendements offerts par les valeurs pétrolières (entre 3% et 5%) sont très attractifs.

Les valeurs pétrolières sont présentes dans nos allocations et constituent une diversification attractive mais compte-tenu de la volatilité attendue sur les cours du pétrole, il conviendra de soigner les points d'entrée.

Pakistan



En tant que conseil en Investissement, proposer un actif éloigné des radars de ses clients est attrayant car c'est la quasi-certitude d'alimenter leurs réflexions. Lorsque cela se double de gains conséquents dans un délai raisonnable notre but est totalement atteint. Dans le cas du marché pakistanais, c'est un euphémisme. Pour la plupart, le Pakistan n'est qu'un pays insécure peuplé de terroristes, en conflit permanent avec son voisin indien.

En octobre 2013, nous expliquions que cela pouvait être également une zone d'investissement diversifiante et attractive. Depuis, nos clients qui ont suivis notre recommandation ont pu engranger 63% en 18 mois sur l'ETF **DB MSCI Pakistan**. Nos allocations « EMERGENTS » et « CONTRARIAN » en ont pleinement bénéficié. Ce n'est sans doute pas fini.

Nous ne sommes pas les seuls à estimer la zone attractive. Le mois dernier, le Président chinois Xi Jinping, pour sa première visite officielle, a promis 46 milliards de dollars pour construire un corridor économique de 3 000 km entre les deux pays comprenant des routes, des voies de chemins de fers et des pipelines. Il s'agit du montant le plus important jamais engagé par la Chine dans un pays émergent. Les deux pays vont également coopérer dans la construction de centrales électriques afin de réduire les fréquentes coupures dans le pays qui constituent un frein au développement économique. Un programme de privatisation est également largement souscrit par des investisseurs étrangers. L'ouverture du pays n'en est qu'à ces prémices.

Les fondamentaux de l'économie pakistanaise ont rarement été aussi florissants qu'aujourd'hui. A de nombreux égards, ils ressemblent à ceux de l'Inde. La croissance accélère grâce à un programme de libéralisation. Le FMI l'attend à 4.3% cette année et 4.7% en 2016. Moody's vient de revoir sa perspective de crédit de stable à positive grâce à une réduction du déficit désormais à 4.7%.

La baisse du pétrole a permis à l'inflation d'atteindre des niveaux inconnus à 2.5% contre 8.5% il y a un an, donnant ainsi à la banque centrale une marge de manœuvre pour baisser ses taux court. Ils sont encore à 8% mais le cycle de baisse est enclenché. Le price earning est inférieur à 9 (contre 17 pour l'Inde) sur les résultats 2015, ce qui en fait un des marchés les moins chers au monde. Le seul accès européen est l'ETF **DB MSCI Pakistan** côté en Allemagne. Depuis quelques jours, les américains ont leur ETF pakistanais : **Global X MSCI Pakistan**. L'intérêt pour le pays ne peut qu'en être plus marqué.

Concernant les préoccupations sécuritaires bien compréhensibles, notons que le nombre de tués du fait d'attaques terroristes a été de 1 781 en 2014, au plus bas depuis 7 ans.

Bien sûr, la volatilité est importante. En mars, le marché a baissé de 10% en quelques jours. La société de gestion américaine Everest Capital a dû vendre sa position de 70M\$ pour couvrir des pertes sur le franc suisse.

Nous conservons précieusement nos positions sur l'ETF DB MSCI Pakistan.

Rédigée le 11 mai 2015
Régis Yancovici
Fondateur ETFinances



Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas d'un « Conseil en Investissement » personnalisé.

L'ensemble des personnes physiques ou morales en relation avec les clients ou prospects de Pragmages ou ses éventuelles filiales sont soumis à une charte d'éthique qui est à votre disposition.

Les recommandations présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.