

TABLEAU DE BORD

| Source Bloomberg | devises locales | Cours | août | 2008 | 2007 |
|--------------------|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| CAC 40 | | 4242 | 2,1% | -24,4% | 1,3% |
| DJ Stoxx 600 | | 274 | 1,6% | -24,8% | -0,2% |
| S&P 500 | | 1237 | 1,2% | -15,8% | 3,5% |
| NIKKEI 225 | | 12212 | -2,3% | -20,2% | -11,1% |
| Asie* (hors Japon) | | 419 | -7,2% | -32,6% | 37,1% |
| Amérique Latine* | | 3635 | -8,5% | -17,4% | 46,9% |
| Monde* | | 347 | 0,3% | -19,0% | 5,2% |

* données MSCI

| Source Bloomberg | Cours | août | 2008 | 2007 |
|---------------------|--------|-----------|----------|---------|
| EuroMTS Global | 149 | 1,1% | 3,2% | 1,7% |
| Tx à 10ans (zone €) | 4,59 % | -25,45 pb | -13,1 pb | 55,2 pb |
| CRB Mat. 1ere | 466 | -3,5% | -2,3% | 9,1% |
| Pétrole (WTI) | 106,65 | -7,3% | 16,0% | 36,0% |
| Or | 794 | -8,1% | -5,1% | 31,7% |
| Euro/Dollar | 1,42 | -5,7% | -3,2% | 11,7% |
| Euro/Yen | 106 | 0,5% | 5,3% | -5,8% |

L'ANALYSE

SURPRENANTE ECONOMIE US

L'économie américaine a surpris de nombreux observateurs par sa robustesse du 2nd trimestre. Mais, cette santé apparente ne nous paraît pas extrapolable. L'immobilier ne connaît pas d'amélioration et demeure le principal boulet de l'économie, mais pas le seul. Les niveaux du pétrole même avec 30 dollars de moins pénalisent le consommateur. Pour preuve, le niveau des « dépenses essentielles » (alimentaire, pétrole, soins et remboursement de la dette) demeure à 55% des revenus disponibles contre 50% au cours de la décennie passée. Rajoutons que le marché de l'emploi se dégrade encore. Enfin, le dernier moteur allumé, les exportations, devraient faiblir sous le double effet du ralentissement des économies émergentes et de l'arrêt de la baisse du dollar.

LE DOLLAR ET LES COMMODITIES

Le dollar s'est offert un rebond de 11 % en six semaines contre l'euro. Une telle volatilité est inconnue depuis le lancement de la monnaie unique. Notons que cette hausse s'est déroulée sans que les investisseurs aient revu à la hausse leurs anticipations au sujet de la politique monétaire américaine. Nous analysons ce rebond surtout comme la faiblesse des autres devises, en particulier de l'euro, du fait d'une généralisation du ralentissement, plutôt qu'une vigueur intrinsèque du dollar. C'est pourquoi nous estimons qu'il pourrait ne pas durer. En fait, même s'il est possible que l'on ait déjà vu les plus bas du dollar, l'heure de la hausse durable du dollar n'a pas encore sonnée. Mais elle se rapproche à grands pas. A court terme, il pourrait corriger ses excès et revenir vers 1.48/1.50.

Si l'on s'en tient aux corrélations habituelles et si nos attentes se concrétisent sur le dollar, les matières premières pourraient rebondir. Nous profiterions pour alléger ces positions. Les commodities ont été considérées jusqu'à il y a peu comme un refuge contre le ralentissement, le dollar, l'inflation... Le retour sur terre pourrait être difficile. Il n'est pas impensable de voir rapidement le pétrole entre 90\$ et 95\$.

UN PEU D'HISTOIRE A LA RECHERCHE D'UN CATALYSTE FUTUR

Les marchés recèlent de nombreuses opportunités. Au-delà des valorisations attractives, la psychologie des investisseurs a changé. La baisse est très douloureuse et les gérants sont plutôt en mode « limiter la casse » plutôt que « chercher le rebond » comme en atteste le montant record d'actifs à court terme dans les portefeuilles. Les investisseurs sont

pessimistes et prêt au pire. C'est un contexte qui, par le passé, a été propice aux rebonds techniques. Mais il manque un catalyste pour espérer mieux.

L'Histoire ne manque pas de crises immobilières & financières, ne serait-ce qu'au cours de la décennie passée: Caisses d'épargne US, banques suédoises, déflation japonaise. L'analyse du passé est éclairante pour tenter de prévoir la sortie de crise actuelle :

- La durée des crises a été très variable, entre 18 et 24 mois pour les deux premières et plus de 10 ans au Japon.
- La rapidité des ajustements (politique, monétaire, corporate) est déterminante pour que l'économie ne s'enlise pas.
- Il est important de maintenir une devise faible afin de conserver des exportations robustes. Par le passé, les marchés d'actions repartaient plus vite dans ce cas.
- Enfin, les plans de sauvetage visant à mutualiser les pertes, quitte à créer des déficits, avaient permis de rassurer les investisseurs et limiter la dégradation de l'économie.
- En moyenne, la baisse des valeurs bancaires a été de 60%. Jusqu'à présent on en est à -50%...

QUELQUES MOTS SUR NOTRE GESTION

Conscient que beaucoup de mauvaises nouvelles sont intégrées mais que le climat va rester difficile nous conservons une très nette sous-pondération en actions dans l'attente de fenêtres d'achats. Par exemple, le fonds **PRAGMA Réactif AA, notre premier fonds de trackers**, est exposé à hauteur de 17 % en actions. De son côté, notre fonds patrimonial en possède 7%. Nous sommes donc entré dans les turbulences de manière très sereine, paré à profiter des opportunités qui ne manqueront pas d'émerger. Jusqu'à présent, nous avons acheté à bon compte des secteurs sous-évalués et/ou sous-détenus. Ces investissements sont concentrés aux Etats-Unis, en Europe et au Japon. Nous sommes absents des pays émergents. Nous constituons progressivement une part en obligations d'Etats de la zone euro qui devraient se valoriser lorsque la menace inflationniste se dissipera. A court terme, nous avons acheté de l'or. Enfin, nous établissons quelques paires long-short. Pragmatisme et sang-froid demeurent notre credo.

Régis Yancovici
Directeur Général Délégué
Rédigée le 5 septembre 2008