

TABLEAU DE BORD

ACTIONS				AUTRES				Nos OPCVM (fin janv.)				
	Jan.	2009	2008		Jan.	2009	2008	VL	Jan.	2009	2008	
CAC 40	-7,6%	-7,6%	-42,7%	EuroMTS Global	-1,1%	-1,1%	9,0%	PRAGMATIS Réactif AA	130,59	-1,2%	-11,9%*	
DJ Stoxx 600	-3,6%	-3,6%	-45,6%	Tx à 10ans (€)	-8,15 pb	-8,15pb	100,18pb	PRAGMATIS Patrimoine	91,84	0,01%	2,7%**	
S&P 500	-8,6%	-8,6%	-38,5%	CRB Mat. 1ere	0,6%	0,6%	-31,4%	EFIGEST Valeurs	55,95	-3,8%	-6,04%	
NIKKEI 225	-9,8%	-9,8%	-42,1%	Pétrole (WTI)	-14,2%	-14,2%	-56,7%	* A partir du 18/08 (création) ** A partir du 13/10 (mutation en fonds de trackers)				
Asie* (hors Japon)	-5,6%	-5,6%	-53,6%	Or	6,5%	6,5%	4,2%					
Amérique Latine*	-0,3%	-0,3%	-52,8%	Euro/Dollar	-8,4%	-8,4%	-3,6%					
Monde*	-6,8%	-6,8%	-40,9%	Euro/Yen	-9,1%	-9,1%	-22,1%					

\* données MSCI

Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

Le rebond des actions du début d'année a été pour le moins modeste. En temps normal, plusieurs indicateurs pourraient nous suggérer la perspective d'une poursuite de cette hausse : une légère détente sur les « spreads corporate », un pessimisme bien ancré, des montagnes de cash dans les portefeuilles, une surperformance du Nasdaq par rapport au S&P500 et des valorisations qui semblent basses... quoique ce dernier point reste très discuté.

Mais les temps ne sont pas « normaux ». Il nous semble difficile d'envisager un retour de l'appétence pour le risque tant que les investisseurs ne perçoivent l'autre versant de la vallée économique. Pour le moment, c'est le brouillard complet. Les données macro-économiques sont quasiment toutes en chute libre. Les Etats ont du mal à implémenter leur plan de relance aussi vite que l'exige la situation. Comme une luge, les marchés sont attirés par la ligne de plus grande pente. Et en ce moment, on est plutôt sur du verglas que dans la poudreuse.

A LA RECHERCHE DU POINT D'INFLEXION

Par le passé, les premiers pays entrés dans une crise ont souvent été les premiers sortis. Cette fois nous en doutons, tant l'économie américaine et son système financier paraissent touchés. Peut-être seront-ils quand même en avance au sein des pays dits développés, grâce à leur réactivité et leur capacité d'adaptation. En revanche, le premier pays à avoir mis en œuvre une politique de relance est sans conteste la Chine. Et pour cause, là-bas, il n'y a pas de débat politique ni de chamailleries parlementaires. L'avantage d'un régime autoritaire est sa capacité à implémenter rapidement les décisions.

Quelques exemples. Depuis novembre dernier, les autorités chinoises ont donné le coup d'envoi d'environ 1000 projets de grande ampleur tels que la construction d'autoroutes, de centrales nucléaires, de lignes de chemins de fer... Elles ont distribué 19 milliards de dollars aux personnes à bas revenus. Ces projets commencent à avoir un impact sur certaines données économiques. La production chinoise d'acier reprend. Les prêts bancaires augmentent. Là encore, les autorités politiques conservent une grande influence sur les banques commerciales. Un gage d'efficacité ? Dans le contexte actuel, c'est probablement un avantage.

Sans doute est-il trop tôt pour en tirer des conclusions définitives. Mais avec un taux d'épargne de 50%, 2000 milliard dollars de réserves et peu de dettes, le gouvernement chinois a peu de contraintes pour faire la relance qu'il souhaite.

D'ailleurs, alors que la plupart des bourses baissent entre 5% et 10% (déjà) depuis le début de l'année, celle de Shanghai progresse de 13%. Nous resterons donc attentifs

à l'évolution de l'économie chinoise afin de nous aider à déterminer la dynamique de celle des pays du G7.

Nous vous proposons une autre façon assez peu orthodoxe de chercher ce point d'inflexion. L'expérience nous montre que dans les conditions actuelles, les marchés sont dominés par la peur. Ils ont tendance à aller au-delà de leur fondamentaux et les crises se terminent souvent par un événement paroxystique ou des situations extrêmes. En voici quelques exemples qui pourraient, si ils se déroulaient annoncer de meilleurs jours :

- La « bad bank », la banque américaine censée reprendre les actifs « pourris » des banques américaines, si elle voit le jour, ne produit pas les effets attendus. Le marché du crédit reste gelé. Le système financier américain doit être nationalisé ;
- Une mesure de la valorisation du marché, le Q de Tobin est relativement stable. Il s'agit du rapport de la valeur boursière et le coût de remplacement du capital fixe. Aux Etats-Unis, à part une pointe à 1.8 en 2000, il a évolué entre 0.4 et 1.2 depuis un siècle. Un retour à 0.4 impliquerait une baisse supplémentaire de 25% du S&P500 ;
- Une envolée du dollar, par exemple au-delà de la parité, puis une stabilisation pourrait clore la crise actuelle. La hausse actuelle du billet n'a pas de fondement économique. Elle est le signe d'une aversion au risque et de rapatriements de capitaux. Elle accentue la déflation. Mais un krach obligataire concomitant accentuerait la crise ;
- La situation pousse certains producteurs de matières premières à mettre la clé sous la porte. Malgré la récession, l'offre se contracte plus vite que la demande et les prix augmentent.

OBLIGATIONS, DES TAS ?

Les obligations d'Etats américaines ont été fortement chahutées au cours du mois de janvier. Les taux à 10 ans sont passés de 2.05% à 2.85%. D'une manière générale, les crâches obligataires sont devenus récurrents. Il est vrai que les Etats, pour financer leurs plans de relance, vont émettre une quantité gigantesque de papier. Cette situation générerait à terme de l'inflation.

Nous ne partageons pas ces craintes. D'abord, et à priori, un krach n'arrive pas si tout le monde en parle avant. Ensuite, l'augmentation de l'endettement des Etats sera selon nous, plus que compensé par la volonté ou la nécessité d'épargner des consommateurs et des entreprises au prise avec une récession puissante. Le taux d'épargne du consommateur américain est de 3.5%. La moyenne entre 1945 et 1990 est d'environ 11%. Un retour à la moyenne implique une contraction de la consommation et/ou une hausse de l'épargne de 7000 milliards USD. Cette baisse de la consommation poussera les entreprises à baisser encore leur prix. Le risque inflationniste, s'il existe vraiment -ce dont nous ne sommes pas certains- n'est pas pour tout de suite. C'est la déflation qui nous préoccupe, pour un moment. Enfin, la Fed s'est engagée à maintenir des taux courts, mais aussi longs, très bas. Elle achètera des « Treasuries » si nécessaire. « Don't fight the Fed ! »

Nous considérons donc la faiblesse actuelle du marché obligataire comme une correction au sein d'un marché haussier. Tant que l'économie ne s'améliore pas, nous ne voyons pas de raison de quitter cette classe d'actif, même si nous convenons volontiers qu'elle est probablement surévaluée.

### PRENONS UN PEU DE REcul...

...et remettons en cause quelques idées reçues. Depuis plusieurs mois, nous insistons sur le fait que l'allocation d'actifs d'un portefeuille doit être évolutive. La plupart d'entre vous sont sans doute d'accord, bien que d'autres soient convaincus de la victoire écrasante des actions à *long terme*, disent-ils. S'agit-il de 5, 7 ou 10 ans ?

Voici quelques chiffres qu'il est bon d'avoir à l'esprit. Ils ne sont pas très différents en Europe :

- Les actions sont au niveau septembre 1997 ;
- La hausse médiane sur 100 ans des actions est de 8% (nominal). Cette statistique masque de grandes disparités ;
- Sur les 25 dernières années, les dividendes, s'ils sont réinvestis, représente une part identique aux gains en capital.
- Sur les 40 (quarante) dernières années, les emprunts d'états ont performé de manière identique aux actions (4.3%) ;
- Sur les 12 dernières années, les actions ont fait la même performance que le monétaire, avec une volatilité bien évidemment plus élevée ;

Sans doute pensez-vous que les violentes baisses entre 2000 et 2002 et depuis 18 mois biaisent les résultats ? Pas sûr !

- Entre 1872 et 1903 (31 ans), les actions ne font pas mieux que les obligations. Entre 1908 et 1942 (34 ans) idem.

Régis Yancovici  
Directeur Général Délégué  
Rédigée le 3 février 2009