

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Fév	2009	2008	AUTRES	Fév	2009	2008	Nos OPCVM	VL	Fév	2009	2008
CAC 40	-9,1%	-16,0%	-42,7%	EuroMTS Global	0,8%	-0,3%	9,0%	PRAGMATIS Réactif AA	132,29	1,3%	0,1%	-11,9%*
DJ Stoxx 600	-9,6%	-12,8%	-45,6%	Tx à 10ans (€)	-20,15 pb	-28,3pb	100,18pb	PRAGMATIS Patrimoine	92,35	0,56%	0,57%	2,7%**
S&P 500	-11,0%	-18,6%	-38,5%	CRB Mat. Indus	0,3%	2,6%	-31,4%	EFIGEST Valeurs	51,86	-7,3%	-10,8%	-38,5%
NIKKEI 225	-5,3%	-14,6%	-42,1%	Pétrole (WTI)	-3,0%	-11,5%	-56,7%	* A partir du 18/08 (création) ** A partir du 13/10 (mutation en fonds de trackers)				
Asie* (hors Japon)	-6,6%	-11,8%	-53,6%	Or	2,5%	9,2%	4,2%					
Amérique Latine*	-5,2%	-5,5%	-52,8%	Euro/Dollar	-1,5%	-9,8%	-3,6%					
Monde*	-8,6%	-14,8%	-40,9%	Euro/Yen	7,3%	-2,5%	-22,1%					

* données MSCI
Sources Bloomberg - en devises locales

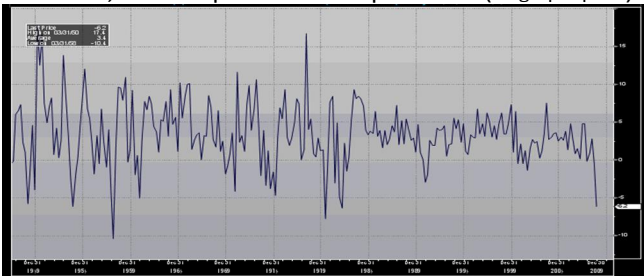
L'ANALYSE

VERS UN SURSAUT DE L'ECONOMIE ?

« Les marchés haussiers naissent dans le pessimisme ... » disait Sir John Templeton, un des investisseurs les plus réputés au monde. Pourtant nous avons bien du mal à trouver, malgré nos recherches assidues, les faireparts de naissance.

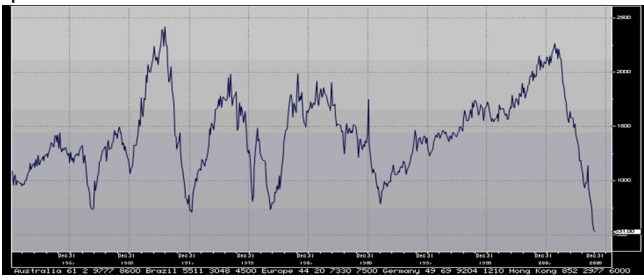
Malgré les initiatives conséquentes de l'administration américaine, les investisseurs se délestent de leurs actions qui affichent un nouveau mois négatif : entre -5 % et -7 % pour les pays émergents, dont il faut noter la surperformance depuis 4 mois, et autour de -10 % pour les pays développés. Ils ne veulent plus de promesses ou de plans mais des résultats concrets. Chat échaudé...

L'économie mondiale demeure très faible. Les chiffres du PIB américain au 4^{ème} trimestre 2008 à -6.2 % en annualisé, sont les plus faibles depuis 1982 (cf. graphique 1).



Graphique 1 – Variation trimestrielle PIB américain depuis 1940

De nombreuses données économiques sont en territoire inconnu. Par exemple, en janvier, les permis de construire étaient au plus bas depuis la création de la statistique dans les années 1950 (cf. graphique 2). Les ventes de voitures sont de 40% inférieures à leur moyenne sur les 20 dernières années. Et encore, il n'est pas tenu compte de l'accroissement et du vieillissement de la population qui accroissent structurellement les besoins.



Graphique 2 – Permis de construire aux Etats-Unis depuis 1960

La bonne nouvelle c'est que l'économie américaine ne peut maintenir un tel rythme de dégradation. Plus généralement, il ne faut pas sous-estimer la flexibilité des

économies capitalistes. Les sociétés privées s'adaptent à la chute de la demande. Elles coupent la production et les prix. Il arrivera un moment où leurs stocks seront plus en phase avec la nouvelle donne. Par exemple, la production automobile représente 40 % de celle de janvier 2008. L'industrie automobile, même si elle est peut être optimiste, estime que la production annuelle de voiture compte tenu des besoins du pays doit être de 15 millions par an. En janvier, nous sommes sur un rythme de 9.5 millions.

Le message est donc que, d'ici quelques mois, certaines données macro-économiques devraient rebondir. Les bases de comparaison seront également plus faibles. Cela sera-t-il suffisant pour stimuler un rebond des actions ? Peut-être. Cela indiquera-t-il que le point d'inflexion est derrière nous ? Probablement pas. Pour s'en convaincre il faudra regarder ailleurs.

Tant que le système financier est paralysé, pas de croissance possible. Les banques continuent de thésauriser les importantes liquidités émises par les banques centrales afin de rééquilibrer leurs bilans. Il n'est pas encore clair si le plan Obama / Geithner produira les effets escomptés. Les tests de mise sous stress du bilan des banques, dont les résultats sont attendus pour la fin avril, indiqueront celles qui ont besoin d'être renflouées. C'est une étape nécessaire mais pas décisive pour envisager la reprise du marché du crédit. De plus, même si l'administration américaine produit des effets considérables pour éviter des nationalisations, rien n'indique qu'ils y arriveront. Le défi pour les autorités est de ré-ouvrir les vannes du crédit tout en permettant aux banques et aux ménages de construire leur bilan. Une sacrée besogne !

LES VALORISATIONS

Je ne sais pas si vous avez remarqué, mais de moins en moins de gérants parlent de valorisations. La raison est simple. Tous ceux qui se passionnent pour ce sujet ont déjà déclaré depuis des mois que le marché n'était pas cher. Cela ne l'a pas empêché de baisser. Force est de constater que les valorisations sont bien délicates à établir dans les circonstances actuelles et qu'elles sont un bien mauvais indicateur pour détecter à quel moment acheter. Néanmoins, nous avons cherché quelques repères simples (voire simplistes) :

- A situation économique exceptionnellement dégradée, valorisation exceptionnellement basse ;

- La plupart des indicateurs de valorisations sont bas (Dividend yield vs corporate bond yield, price to book, capitalisation vs PNB) mais n'ont pas atteint des niveaux extrêmes comme ceux qui prévalaient dans les années 1980. Une baisse de 20 % à 25 % supplémentaire les ramènerait vers ces niveaux ;
- Un marché peut durablement rester en dessous (ou au-dessus) de sa valeur théorique sans catalyseur ;
- La dynamique des résultats des sociétés est plus importante que leur valorisation.

Concernant ce dernier point, notons qu'entre 2002 et 2007, les bénéfices par action (BPA) ont progressé de 170 %, contre 40 % à 100 % durant les autres cycles. Les pertes abyssales des banques et la crise d'apoplexie de l'économie mondiale pourraient justifier que les BPA retrouvent des niveaux inférieurs à ceux de 2002, les points bas du cycle précédent, soit une baisse de 50 % à 70 % par rapport au record de 2007. Pourtant les analystes financiers ne prévoient qu'une faible contraction des profits pour 2009 (-5 % environ). Bien entendu, les marchés intègrent déjà des résultats bien en deçà des attentes des analystes. Mais le flux de révisions de résultats nous semble encore trop violent pour satisfaire des valorisations actuelles.

L'OR : LE REMEDE A TOUS LES MAUX ?

Dans notre lettre du début d'année (disponible sur le site), nous estimions que l'or devait constituer un bon placement pour 2009. La rupture des 870\$ devait permettre un retour vers les 1000\$. Nous maintenons notre idée de privilégier cette classe d'actif. L'explosion du système bancaire, les risques de déflation, les risques d'inflation, les taux réels très bas et l'écœurement des investisseurs pour les actions sont les raisons avancées par les investisseurs pour expliquer leur engouement. Mais un certain nombre de freins pourraient contraindre le métal jaune à reprendre son souffle :

- La thématique d'investissement dans l'or est archi-connue par tous les investisseurs ;
- La hausse des cours a ralenti la demande en provenance des joailliers ;
- La hausse des cours est principalement alimentée par les investisseurs financiers via les Trackers. Leur argumentaire d'achat est parfois contradictoire, en particulier au sujet des perspectives d'inflation/déflation. Lorsqu'un des deux camps s'apercevra qu'il a tort sur un horizon de temps donné, il pourrait s'alléger. Pour mémoire, nous faisons partie du 2nd camp.

UN DERNIER MOT

Bien entendu, un rebond peut survenir à tout moment. Il est probable qu'il intervienne lors d'un « Cygne Noir »*. Les « cygnes noirs », selon M. Taleb, sont des événements hautement imprévisibles, dont les conséquences sont très significatives. Ce rebond sera sans doute violent. Les investisseurs de long terme pourront trouver les niveaux actuels incroyablement attractifs en faisant leur la maxime de Sir Templeton. Ils ont peut-être raison. Quant à nous, nous estimons pour le moment, que la situation actuelle exige une prise de risque très limitée. Cela changera...

Avouons quand même que nous partageons totalement la pensée Sir John Templeton. Mais nous nous méfions des lectures rapides ; sa réciproque n'est pas forcément vraie : toutes les périodes de pessimisme n'engendrent pas des marchés haussiers.

* cf. l'excellent ouvrage du même nom

Régis Yancovici
 Directeur Général Délégué
 Rédigée le 4 mars 2009