

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Mai	2010	2009	AUTRES	Mai	2010	2009	Nos OPCVM	VL	Mai	2010	2009
CAC 40	-8,1%	-10,9%	22,3%	EuroMTS Global	1,4%	3,0%	4,3%	PRAGMATIS Réactif AA	152,33	-3,7%	-1,5%	17,0%
DJ Stoxx 600	-5,7%	-3,5%	27,6%	Tx à 10ans (€)	-35,7 pb	-72,7pb	43,6pb	PRAGMATIS Patrimoine*	97,90	-2,6%	-1,7%	8,5%
S&P 500	-8,2%	-2,3%	24,7%	CRB Mat. Indus	-10,9%	-8,3%	46,4%	PRAGMATIS PEA International*	61,65	-7,7%	-5,8%	15,4%
Nikkei 225	-7,4%	-7,4%	19,0%	Pétrole (WTI)	-16,3%	-9,9%	31,3%					
Asie* (hors Japon)	-8,8%	-6,2%	66,5%	Or	3,3%	9,9%	27,6%					
Amérique Latine*	-8,9%	-8,5%	98,0%	Euro/Dollar	-7,7%	-14,7%	2,4%					
Monde*	-7,6%	-4,1%	26,6%	Euro/Yen	-10,0%	-15,7%	5,1%					

* données MSCI

Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

L'immobilier chinois

Les crises financières proviennent souvent d'une mauvaise allocation du capital. Des investissements sont réalisés dans des activités où la rentabilité est finalement plus faible qu'attendu. L'investisseur, actionnaire ou obligataire, se retrouve alors en difficulté pour rembourser les éventuels (mais fréquents) emprunts qu'il a contractés. Cette situation implique, la plupart du temps, une destruction de valeur, l'investisseur étant obligé de vendre dans de mauvaises conditions une partie de son investissement pour rembourser sa dette. Les acheteurs sont soudainement moins nombreux face à lui. Les prix chutent. Le seul moyen d'éviter une destruction de richesse est qu'un organisme, une banque centrale par exemple, achète ces actifs. Mais ce n'est pas son rôle à priori et, de toutes façons, son action arrive en dernier recours. Les pertes sont donc inévitables.

Si la problématique de la Grèce est un bon exemple, le marché de l'immobilier chinois l'est sans doute aussi. Plusieurs signaux sont inquiétants à ce sujet :

- La part des investissements dans l'immobilier est passé de 4% du PIB il y a 10 ans à 12% du PIB en 2010 ;
- Le nombre de mètres carrés à vendre à Shanghai, Shenzhen et Guangzhou a explosé ces dernières semaines alors que les ventes chutent. C'est sans doute le signe de stocks « cachés » ;
- Il semble que des sociétés étatiques dans des secteurs variés aient pris des positions opportunistes dans l'immobilier au moment du plan de relance fin 2008. C'est un signe classique d'une mauvaise allocation du capital ;
- La consommation d'acier, de ciment ou de cuivre s'est envolée (x2 en 10 ans) par rapport au PIB indiquant que la croissance chinoise est très dépendante de la construction.

Le gouvernement central a de vastes ressources à sa disposition pour sauver telle ou telle éventuelle victime de la bulle immobilière. Cependant, les sauvetages n'interviennent en général qu'en dernier ressort. D'ici là, plus de douleur est possible. D'autant plus, que le gouvernement chinois est en mode « resserrement monétaire » et que les effets sont surtout attendus au second semestre 2010. Les marchés d'actions ne s'y trompent pas et anticipent. L'indice sectoriel de l'immobilier chinois perd 50% depuis les plus hauts de l'été 2009.

Bien évidemment, cela ne remet en cause l'histoire à long terme de la Chine. Mais cela n'évitera pas de douloureuses corrections. Au contraire ! De nombreux investisseurs long terme sur-estiment leur capacité à encaisser des pertes à court terme et finalement coupent leurs positions, ne serait-ce que sous la pression de leurs

clients. De plus, ces perspectives alléchantes ont été d'autant plus attirantes que la situation en Europe n'est guère reluisante. Enfin, certains ont pu être leurrés par des performances positives en 2010 sur des fonds chinois ou émergents mais qui ne s'expliquent que par la chute de l'Euro.

Au total, nous réitérons la préconisation que nous avons faite en début d'année d'éviter la Chine, les pays émergents et leur corolaire les métaux industriels. Au sein de nos OPCVM, nous achetons des Trackers bear sur ces thématiques.

D'une manière plus générale, cela n'est pas à même de modifier en profondeur notre vision globale des marchés d'actions qui devrait retrouver des niveaux plus élevés d'ici la fin de l'année. La clé de voute de cette idée est que le cycle économique, même s'il sera moins dynamique dans les prochains mois qu'il n'a été depuis 12/16 mois, reste favorable. Les amortisseurs se mettent en place (baisse du pétrole, baisse des taux) et la crise européenne est partagée avec les autres zones plus véloces grâce à la baisse de l'Euro. Notons néanmoins que les scénarios de risque, en particulier celui « à la japonaise » dans la zone Euro gagne en probabilité. Plus que jamais, ce n'est pas le moment d'être dogmatique.

La Livre : Un cas d'école

A posteriori, faire de la performance en 2010 a été simple jusqu'à présent. Il suffisait d'investir n'importe où en dehors de la zone Euro sans se couvrir du risque de change. En effet, la chute de l'Euro a souvent été le principal moteur de performance des gestions. Chez Efigest AM nous considérons les changes comme une classe d'actifs à part entière et avons une gestion dynamique des changes. Pas facile aujourd'hui de se positionner à moins de ne pas être gêné d'être dans le troupeau des « anti-Euro » ou d'être masochiste en vendant du dollar. Nous avons trouvé un positionnement qui nous permet de n'être ni l'un, ni l'autre.

La devise anglaise vaut le détour. Bien sûr, l'état des finances publiques outre-manche n'est guère reluisant. Mais l'investisseur en devise doit conserver à l'esprit qu'il s'agit d'un positionnement relatif d'une devise contre une autre. Dans le cas de la Livre contre Euro, il devra garder à l'esprit le mot d'esprit de Talleyrand : « Quand je me regarde, je me déssole ; quand je me compare, je me console ». Car la situation anglaise est malgré tout plus enviable que celle de notre zone bien que la stabilité du couple Cameron-Clegg doit être sous surveillance :

- Si les déficits sont plus élevés, la dette est plus basse et sa maturité plus longue (9 ans contre 6 ans et demi). Cela donne plus de temps au gouvernement anglais pour assainir la situation ;
- Malgré des commentaires (européens) parfois alarmants, rien n'indique une crise prochaine sur la Livre. Par exemple, les taux longs ont fortement baissé ;
- La Banque centrale anglaise normalisera sans doute plus rapidement que la BCE sa politique monétaire ;
- D'autant plus que l'économie, l'immobilier en particulier, se porte mieux. L'inflation pointe le bout de son nez (+3% hors énergie) sans doute aidée par la chute de la Livre depuis 3 ans ;
- L'alliance des conservateurs et des « lib-dem » va permettre la mise en place à court terme d'un plan d'assainissement des finances publiques. M. Cameron est réputé pour son orthodoxie

budgétaire. Les premières annonces vont dans ce sens. On y parle sans détour d'austérité.

- Last but not least, une grande part de la crédibilité de ce plan, qui sera présenté officiellement le 22 juin, est d'ores et déjà acquise. L'alternance politique intervient après 13 ans de gouvernement Travilliste. Comme me le rappelait récemment l'un de mes amis « Ce n'est pas avec ceux qui ont créé les problèmes qu'il faut espérer les résoudre » (Einstein). J'ai une pensée pour lui aujourd'hui, mais c'est une autre histoire...

Régis Yancovici
 Directeur Général Délégué
 Rédigée le 4 juin 2010