

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Cours	Novembre	2008	AUTRES	Cours	Novembre	2008	OPCVM	VL	Novembre	2008
CAC 40	3263	-6,4%	-41,9%	EuroMTS Global	156,0	3,3%	7,8%	Pramatis Réactif AA*	134,54	-1,4%	-10,3%
DJ Stoxx 600	206	-7,1%	-43,4%	Tx à 10ans (€)	3,91 %	-43,16 pb	-81,1pb	Pragmatis Patrimoine**	91,49	1,5%	2,3%
S&P 500	896	-7,5%	-39,0%	CRB Mat. 1ere	343	-4,9%	-28,1%	Efigest Valeurs	60	-4,4%	-37,0%
NIKKEI 225	8512	-0,8%	-44,4%	Pétrole (WTI)	54,43	-20,5%	-39,9%	* A partir du 18/08 (création) ** A partir du 13/10 (mutation en fonds de trackers)			
Asie* (hors Japon)	262	-6,1%	-57,8%	Or	814	11,5%	-2,7%				
Amérique Latine*	2028	-6,7%	-53,9%	Euro/Dollar	1,29	0,9%	-12,6%				
Monde*	250	-6,1%	-41,6%	Euro/Yen	121	-3,3%	-25,6%				

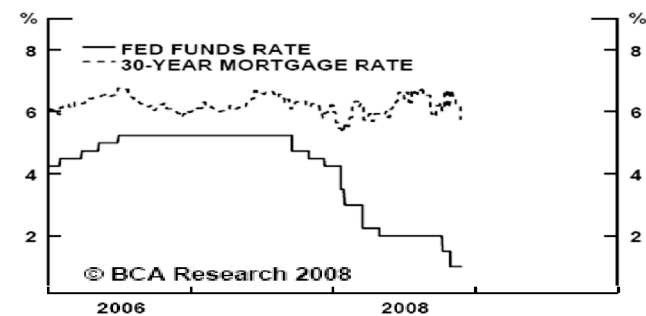
\* données MSCI  
 Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

CRISE FINANCIERE – OU EN SOMMES-NOUS ?

L'économie mondiale s'enfonce dans un ralentissement synchronisé. Jusqu'à présent les annonces d'injections de liquidités, de baisse de taux, d'intervention sur les marchés n'ont pas permis aux investisseurs et aux banques de reprendre confiance.

Les attermolements politiques ont été une source d'aggravation de la crise. La BCE a souffert d'une grande inertie et n'envisage pas d'action plus radicale qu'une baisse des taux. Ses patrons, formés dans les années 70, sont-ils aussi performants pour combattre la déflation que l'inflation ? Aux Etats-Unis, les évolutions successives du plan Paulson ont désorienté les investisseurs. Dans un premier temps, le plan a été annoncé sans en donner le contenu. Ensuite, les capitaux des contribuables américains devaient permettre d'acheter les actifs dits toxiques des banques. Après, ils devaient servir à renflouer le capital de certains établissements financiers. Finalement, ils devaient aider les prêts à la consommation. Le tout en période électorale. Néanmoins, il semble que la Fed ait pris récemment la mesure de la gravité de la situation. Elle a implicitement reconnu vouloir procéder à un « assouplissement quantitatif » en achetant directement des emprunts privés. Par là, elle cherche un moyen de réussir là où la politique monétaire classique a échoué, c'est-à-dire à infléchir les taux d'intérêts privés (cf. graphique 1). C'est une condition nécessaire pour revigorer le marché du crédit mais pas forcément suffisante. A moins de nationaliser les banques, il n'est pas possible de les forcer à prêter.



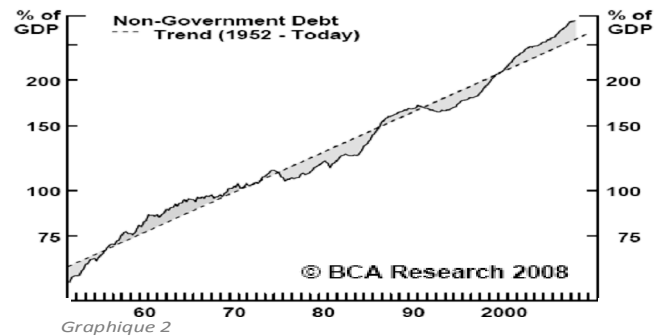
Graphique 1

Pour la première fois dans l'histoire des crises financières, toutes les zones géographiques trinquent. Le sauveur de nombreuses crises passées, le consommateur américain, est cette fois au cœur de la tourmente. Entre le poids de sa dette, la fonte de ses actifs et le risque de chômage, sa principale préoccupation est d'épargner (et d'être épargné), pas de consommer. De son côté, la Chine ne peut à elle seule relancer la dynamique mondiale. Ses exportations souffrent terriblement, même si la consommation domestique et le plan d'investissement

public de 586Md\$ devraient lui permettre de maintenir un honnête taux de croissance.

Pour espérer un retour de la confiance, les investisseurs devront avoir du concret. Ils souhaiteront « voir avant de payer ». Si les plans annoncés sont pour le moment sans effet, nous ne partageons pas l'idée d'une impossible relance. La politique monétaire classique a sans doute atteint ses limites, en particulier aux Etats-Unis. Les liquidités injectées n'arrivent pas jusqu'à l'économie réelle et les taux sont proches de zéro. En revanche, des plans de relance étatiques devraient encore fleurir cet hiver. Leurs effets pourraient être visibles dans le courant 2009.

Malgré cela, la reprise devrait être molle. Le secteur privé américain croule sous la dette. Le ratio Dette/PIB se monte à 290% (cf. graphique 2). Un retour à la moyenne, autour de 250% impliquerait une réduction de la dette de 7 000Md\$ ! De quoi contrer le stimulus fiscal et budgétaire pendant un certain temps.



Graphique 2

**QUELLES CONCLUSIONS D'INVESTISSEMENT ?**

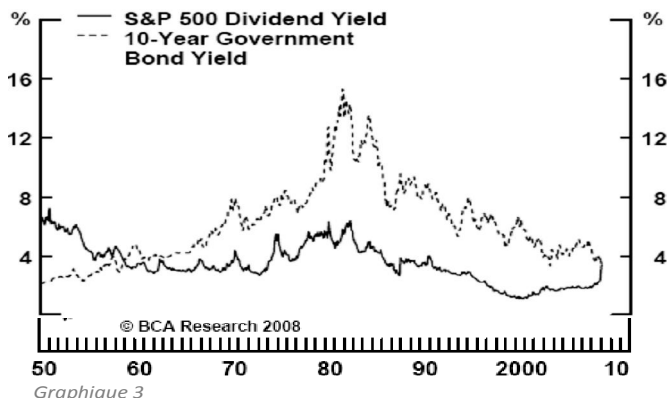
La terre entière est dans le même sens. Les investisseurs vendent du risque. Même les « contrarians », plusieurs fois échaudés par de faux départs hésitent à deux fois avant d'y retourner. Il est vrai que naviguer dans une telle volatilité peut-être décourageant. Pour l'illustrer, notons que l'écart du S&P500 entre le plus haut et le plus bas de la séance du 13 novembre équivaut à celui de toute l'année 2005 !

Alors que le noir domine, peut-être est-il plus enrichissant de s'interroger sur ce qu'il pourrait arriver de positif ?

- Effets concrets des stabilisateurs économiques sur la demande : politiques fiscal et monétaire actives, baisse des taux, baisse du pétrole et des autres matières premières.
- Après les taux interbancaires, les taux des emprunts immobiliers continuent de refluer.

De plus,

- Les marchés, poussés par des ventes forcées, ont déjà anticipé une profonde dégradation de l'économie. Une analyse statistique de notre principal « advisor » indique que la dynamique actuelle du S&P 500 intègre une baisse d'environ de 3% du PIB américain en 2009. Pour mémoire, le FMI est à +0.1%.
- Concernant les valorisations, notons qu'au cours du mois de novembre, et pour la première fois depuis 1958, le dividende moyen des sociétés du S&P500 est passé au dessus des taux à 10 ans (graphique 3). En d'autres termes, en supposant que les dividendes soient stables sur les 10 prochaines années (hypothèse probablement pessimiste même si les dividendes 2008 et 2009 vont être réduits), implicitement les investisseurs n'escomptent aucun gain en capital sur leurs actions jusqu'en 2018.



Depuis deux mois, nous recommandons d'accumuler avec prudence les actions. Sans doute cette idée est-elle venue prématurément. Nous appréhendons ce marché avec opportunisme et veillons à ne pas devenir plus pessimiste au fur et à mesure que le marché baisse.

La dynamique de la dégradation de l'économie ne nous permet pas d'allonger notre regard au-delà du gouffre actuel. Tant que le point d'inflexion, en particulier sur les résultats d'entreprises n'est pas passé, nous considérons l'investissement en actions largement comme tactique. C'est-à-dire que nous y consacrons une part limitée des portefeuilles, que nous n'achetons pas les jours de fortes hausses, que nous prenons rapidement nos bénéfices et surtout que nous coupons les pertes. Une part des actions est néanmoins considérée comme stratégique, en particulier sur des thématiques comme les infrastructures ou l'or. Enfin, nous conservons à l'esprit que les fenêtres d'investissement peuvent offrir des performances significatives, à l'instar du Dow Jones au début de 1930 (+47%).

Ce mois-ci, notre satisfaction provient des obligations d'Etats. Dans notre précédente lettre, nous nous disions « surpris de voir les taux longs rester si élevés » et nous estimions « que les emprunts d'Etats doivent constituer le cœur d'un portefeuille ». L'ampleur de la détente des taux longs en novembre, de 4.25% à 3.7% sur le 10 ans de la zone euro (cf. graphique 4), nous a donné raison et a constitué un formidable moteur de performance dans nos fonds diversifiés, en particulier **Pragmatis Patrimoine** (fonds de trackers prudent) qui progresse de 1.5% en novembre.



Compte tenu de la rapidité du mouvement, une respiration est probable dans les prochaines semaines. Elle serait une occasion pour se renforcer. Le marché obligataire n'a pas pleinement intégré l'environnement déflationniste, comme l'a fait le marché d'actions.

Régis Yancovici  
 Directeur Général Délégué  
 Rédigée le 3 décembre 2008