

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Nov	2009	2008	AUTRES	Nov	2009	2008	Nos OPCVM	VL	Nov	2009	2008
CAC 40	2,0%	14,4%	-42,7%	EuroMTS Global	0,6%	5,3%	9,0%	PRAGMATIS Réactif AA	153,76	2,4%	16,3%	-11,9%*
DJ Stoxx 600	0,9%	20,6%	-45,6%	Tx à 10ans (€)	-7,2 pb	20,8pb	-138pb	PRAGMATIS Patrimoine	99,91	1,0%	8,8%	-6,04%
S&P 500	5,7%	21,3%	-38,5%	CRB Mat. Indus	6,2%	41,6%	-31,4%	PRAGMATIS PEA International	62,93	2,7%	11,0%	-38,5%
NIKKEI 225	-6,9%	5,5%	-42,1%	Pétrole (WTI)	-0,5%	29,9%	-56,7%	* A partir du 18/08 (création)				
Asie* (hors Japon)	2,6%	61,4%	-53,6%	Or	12,2%	35,4%	4,2%					
Amérique Latine*	8,3%	95,1%	-52,8%	Euro/Dollar	1,4%	7,1%	-3,6%					
Monde*	2,9%	21,8%	-40,9%	Euro/Yen	-2,2%	2,3%	-22,1%					

* données MSCI
Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

VIETNAM, DUBAÏ : 2 EPIPHENOMENES ?

Le Vietnam et Dubaï nous ont rappelé que la crise n'est pas finie. 1^{er} constat : la surprise a été totale et la réaction des marchés brutale ; 2nd constat : une fois la poussière retombée, les tendances passées ont repris. Si l'impact direct est mesurable et très limité, il est bien difficile de dire réellement l'effet (papillon ?) de ces crises sur la psychologie des investisseurs et par voie de conséquence sur les marchés financiers. Revenons sur les faits.

A Dubaï, la taille de la dette est relativement faible. Elle se monte approximativement à 85 Md\$ soit tout de même 100% du PIB local. Celle de Dubaï World, le conglomérat public, est de 60Md\$. La renégociation de la dette poussera probablement le pays dans un processus de désendettement accompagné d'une croissance faible. Une page se tourne. A l'échelle mondiale, cette dette paraît bien faible par rapport aux 2 800 Md\$ de pertes du secteur financier depuis 2 ans. De plus, Abu Dhabi pourrait venir en aide à son voisin. Son fonds souverain possède un actif d'environ 400Md\$.

La semaine dernière, le Vietnam a relevé ses taux d'intérêt de 100pb à 8% et dévalué sa monnaie (le Dong) de 5.4%. Ces mouvements sont à l'opposé des autres pays asiatiques qui supportent des monnaies en hausse et conservent des taux bas. L'action du Vietnam s'explique par une surchauffe économique :

- déséquilibre de la balance commerciale due à une forte augmentation de ses importations (acier et engrais) du fait de projets de relance publics. L'investissement de l'Etat dans la construction progresse de 60% sur 1 an ;
- Cette hausse des investissements n'a pu être financée ni par l'épargne domestique, ni par les flux de capitaux étrangers ;
- Hausse des crédits alimentant les craintes d'inflation.

Une nouvelle action de la banque centrale sera sans doute nécessaire comme l'indiquent les contrats futures sur le Dong. Néanmoins, compte tenu du caractère public des investissements, la situation semble sous contrôle. Les déséquilibres actuels ne sont pas structurels. La monnaie ne paraît pas surévaluée comme le montre, par exemple, le salaire moyen vietnamien qui est bien inférieur à celui de Chine ou de Thaïlande. A long terme, le Vietnam a toutes les caractéristiques pour devenir un nouveau « Tigre ». Le Vietnam est au niveau de la Chine d'il y a 15 ans en termes d'urbanisation et d'industrialisation. Il prend des parts de marché sur les autres pays d'Asie. De plus, la part du secteur privé est plus importante qu'en Chine. La dynamique économique pourrait être

d'autant plus forte. Mais la faiblesse de la balance des paiements suggèrent une croissance plus chaotique.

QUEL IMPACT SUR LES MARCHES ?

Ces crises soulignent la fragilité de certaines parties du système financier. Les maillons faibles, ceux ayant commis le plus d'excès, sautent -Sans doute faut-il regarder les excès en cours pour deviner les crises de demain-. Ces événements se déroulent au moment où le marché est en transition (cf. lettre de marchés du mois de novembre) et donnent l'occasion de cristalliser une partie des plus-values. Certains indicateurs suggèrent que cette transition pourrait durer :

- La hausse devient de plus en plus concentrée. Les petites capitalisations ne tirent plus la hausse ;
- Les financières sous-performent ;
- Le prix d'un call sur le « VIX » (volatilité du S&P500) est plus élevé que le put de mêmes caractéristiques. Cela indique que l'intérêt d'acheter de la protection est plus fort que celui de prendre du risque.
- Après une période de reprise à l'automne, la bourse chinoise sous-performe.

Notre méthode consiste à analyser et synthétiser l'environnement macro-économique tout en restant pragmatique, à l'écoute des marchés. Ceux-ci sont souvent en avance. Travailler autour des consolidations a été délicat depuis mars dernier. Ce n'est pas une raison pour se laisser bercer par la hausse. Les caractéristiques du marché sont en train de changer et la raison impose un peu plus de prudence, même si celle-ci reste de nature tactique. Le modèle d'allocation d'actifs dont nous nous nourrissons (Bank Credit Analysis) ne semble pas dire le contraire puisque pour le 2nd mois consécutif il réduit son exposition en actions pour la ramener à la neutralité.

ET L'OR ALORS ?

L'or et les métaux précieux en général ont été notre thématique centrale en 2009. Les fondamentaux demeurent particulièrement favorables, en particulier sur l'or. Mais 2 choses ont changé : les cours et le consensus. Depuis le début de l'année, l'once d'or a gagné 40%. La hausse s'est accélérée depuis la rupture des 1000\$. L'or fait la une des journaux financiers. Les positions spéculatives sur le marché des futures sont élevées. Les mines d'or (+69% en 2009) retrouvent leurs plus hauts historiques qui dataient de mars 2008. Le PE moyen est de 62. Cela ne suffit pas pour recommander une vente totale des positions mais des prises de bénéfices s'imposent, comme sur le reste du marché.

Régis Yancovici
Directeur Général Délégué
Rédigé le 4 décembre 2009