

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	6/1	Déc.	2008	AUTRES	6/1	Déc.	2008	Nos OPCVM (fin déc.)	VL	Déc.	2008
CAC 40	3362	-1,4%	-42,7%	EuroMTS Global	158	1,1%	9,0%	PRAGMATIS Réactif AA*	132,17	-1,8%	-11,9%
DJ Stoxx 600	211	-3,8%	-45,6%	Tx à 10ans (€)	3,79 %	-16,74 pb	100,18pb	PRAGMATIS Patrimoine**	91,83	0,4%	2,7%
S&P 500	927	0,8%	-38,5%	CRB Mat. 1ere	330	-4,7%	-31,4%	EFIGEST Valeurs	58,17	-2,4%	-38,5%
NIKKEI 225	9081	4,1%	-42,1%	Pétrole (WTI)	48,13	-20,1%	-56,7%	* A partir du 18/08 (création) ** A partir du 13/10 (mutation en fonds de trackers)			
Asie* (hors Japon)	304	9,8%	-53,6%	Or	842	6,4%	4,2%				
Amérique Latine*	2277	2,4%	-52,8%	Euro/Dollar	1,34	9,3%	-3,6%				
Monde*	262	1,2%	-40,9%	Euro/Yen	126	4,6%	-22,1%				

* données MSCI
Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

Pour cette première publication de l'année 2009, nous vous proposons une lettre des marchés en 3 parties. La première fait le bilan de nos lettres de 2008. La seconde définit notre cadre de réflexion pour cette année. Enfin, nous mettons en avant deux classes d'actifs qui nous semblent être intéressantes pour 2009 : les obligations privées de bonne qualité et l'or.

1 - BILAN DE NOS RECOMMANDATIONS 2008

Depuis la fin 2007, nous publions, de manière hebdomadaire jusqu'en juillet puis mensuelle, une lettre des marchés financiers. Celle-ci a vocation à partager avec vous nos interrogations, nos éléments de réponse et nos idées d'investissement sans idées préconçues. Nous avons régulièrement exprimé notre sentiment sur les actions, le pétrole et les obligations d'Etats. Mais, selon nous, il ne peut pas y avoir de conseils de qualité sans regard à postériori.

Dans les graphiques ci-dessous, nous avons repris les messages forts de 2008 en indiquant en vert ceux qui

avaient été judicieux et en rouge ceux qui l'étaient moins ou avec un mauvais timing. Nous les avons positionnés sur les graphiques des marchés correspondants. Vous trouverez ci-dessous les graphiques du MS World, du WTI et de l'Euro MTS Global, indices représentant les 3 classes d'actifs ci-dessus.

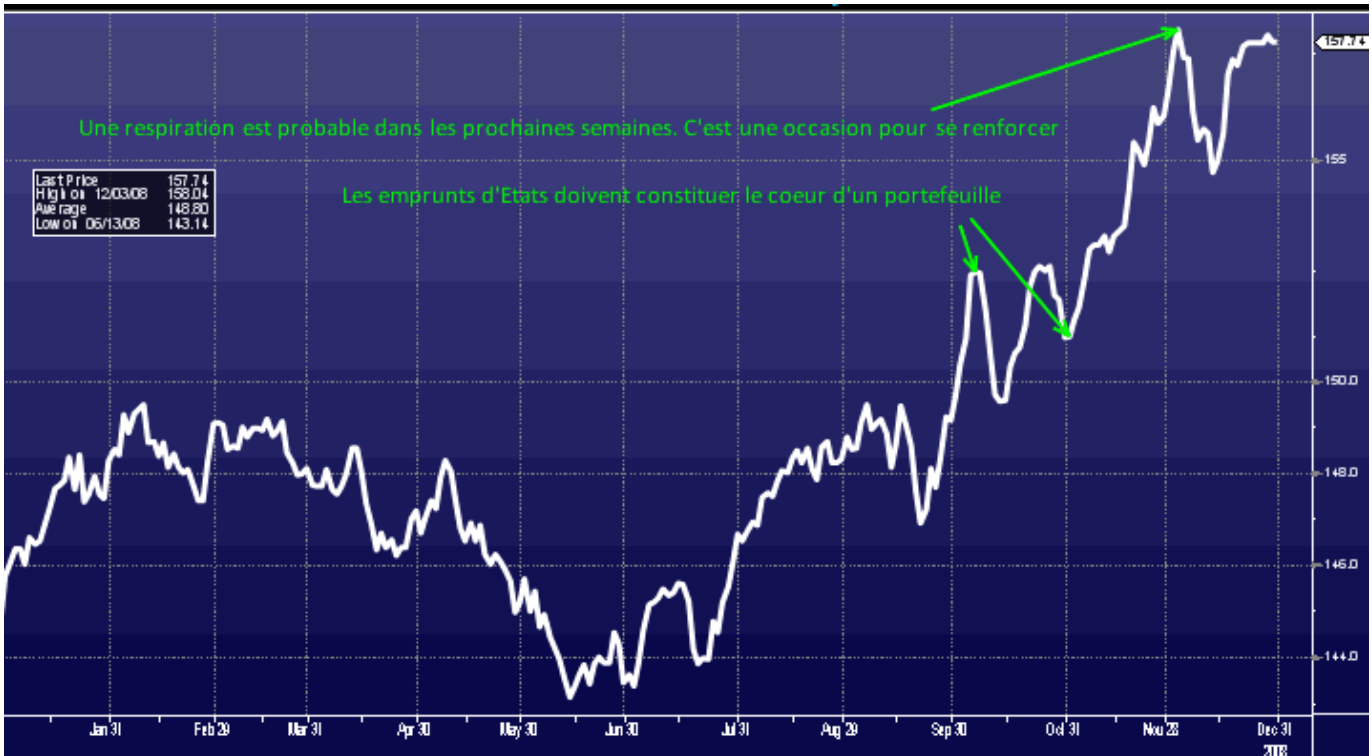
Nous espérons que cette présentation vous permettra de vous donner le recul nécessaire pour vous faire une meilleure idée de notre façon d'appréhender les marchés financiers. L'historique de toutes nos lettres est disponible sur notre site internet (www.efigest-am.fr) ou sur demande.

Les réflexions dont nous vous faisons part sont à la base de la gestion des 3 OPCVM gérés chez EFIGEST AM : PRAGMATIS Réactif AA, PRAGMATIS Patrimoine et EFIGEST Valeurs. Vous recevrez les reporting de ces 3 fonds dans un second temps.

MSCI World en 2008



Euro MTS Global en 2008 (Obligations d'Etats de la zone Euro)



Le Pétrole (WTI) en 2008



2 – L'ENVIRONNEMENT 2009

Bien entendu, et peut-être plus que les autres années, le panorama 2009 est bien incertain, dans le sens où il est difficilement prévisible. Nous avons néanmoins trouvé quelques caractéristiques qui définiront notre cadre de réflexion au cours de l'année :

- L'environnement 2009 sera marqué par la bataille entre les immenses pressions déflationnistes et les efforts grandissant de reflation provenant des politiques monétaires et budgétaires.
- L'inflation n'est pas un risque au moins pour les 2 ou 3 prochains trimestres.
- Les pays développés seront dans la plus forte récession depuis l'après guerre. Les pays émergents seront nettement sous leur potentiel.
- L'équilibre entre un consommateur américain insatiable et le reste du monde assurant la production de ses biens est remis en question.
- Compte tenu que les entreprises ne sont pas prêtes de retrouver du *pricing power* et que leurs marges sont élevées, les analystes devront encore réviser les attentes bénéficiaires. Les investisseurs actions doivent sans doute revoir à la baisse leurs attentes de performance d'un point de vue tendanciel.
- Les taux des principales banques centrales resteront très bas en 2009. La BCE devrait encore baisser, peut-être jusqu'à 1.5%.

3- IDEES D'INVESTISSEMENT POUR 2009

▪ Les Obligations : pourquoi s'en priver ?

Nous recommandons l'achat d'obligations privées de bonne qualité de la zone euro. La banque centrale américaine a récemment changé de braquet. Elle a clairement franchi la ligne séparant la politique monétaire conventionnelle, de la politique dite quantitative. Les investisseurs obligataires ont pu profiter de la situation en allongeant leur duration et en se concentrant sur des emprunts d'Etats. C'est ce que nous avons prôné depuis la fin de l'été. Désormais, un choix cornélien s'offre à nous. Soit nous restons sur ces positions et acceptons des rendements relativement faibles (3.7% sur le 10 ans de la zone euro), soit nous augmentons notre profil de risque vers les obligations privées. Nous privilégierons la seconde propositions au cours des prochaines semaines.

En 2008, nous n'avons jamais parlé des obligations privées. Elles nous semblaient trop risquées, malgré une valorisation attrayante. N'offrant pas de décorrélation avec les actions et n'étant pas assez volatiles pour s'essayer à quelques « allers-retours », nous nous sommes limités à commenter les marchés d'actions. Pour 2009, c'est probablement une classe d'actifs à privilégier d'un point de vue structurel.

D'une manière générale, la dégradation du climat économique détériore la qualité des bilans. Il s'ensuit une augmentation des taux de défauts et un élargissement des *spreads* obligataires. Nous sommes au cœur de ce processus qui, la plupart du temps, s'achève lorsque le point bas économique devient visible.

Selon Moody's, le taux de défaut moyen au cours des 2 précédentes récessions (1991 et 2001) avoisine les 4%. On peut faire l'hypothèse que la récession actuelle sera plus sévère. A ce stade, le taux de défaut n'est encore que de 1.2%. Il est donc très probable que de nombreuses mauvaises nouvelles soient encore devant nous, même s'il faut considérer qu'en général, les entreprises (hors financières) ont des bilans en bien meilleur état que lors des précédentes récessions.

Pour être pleinement confiant dans une augmentation du risque de crédit, nous aurions apprécié de constater un retournement des indicateurs avancés économiques. Ce n'est pas encore le cas comme en atteste l'ISM américain de vendredi dernier.

Néanmoins, deux éléments nous poussent à nous intéresser aux obligations privées de bonne qualité de la zone euro. D'une part, selon les calculs du BCA (Bank Credit Analysis) les niveaux de *spreads* atteints assurent une protection contre la hausse du taux de défaut. Cette protection serait plus importante que celle constituée par la valorisation des actions face à la dégradation des bénéficiés. D'autre part, une lecture attentive des derniers commentaires de la Fed nous donnent à croire que si le taux des emprunts privés ne se détendait pas dans les prochains mois, M. Bernanke se doterait de nouveaux moyens pour acheter des obligations privées.

En d'autres termes, soit un minimum de confiance revient et les investisseurs privilégieront des actifs avec un profil de risque médian et la transparence qui fait défaut aux *hedge funds*. Dans ce cas, les obligations privées de bonne facture devraient en profiter. Soit, la situation empire et la Fed intervient. C'est du gagnant-gagnant. Notons tout de même, que la Fed n'achèterait que des emprunts américains. Ceux de la zone euro réagiraient sans doute par sympathie.

Nous conserverons néanmoins une position d'emprunts d'états, le potentiel de baisse des taux n'étant pas épuisé dans la zone euro. Une réduction de la duration est néanmoins probable.

▪ 2009 : Une Année en OR ?

La raison principale de l'intérêt que nous portons à cette classe d'actifs est que les années à venir devraient voir, de toute évidence, une création de monnaie importante de la part des banques centrales, et de la Fed en particulier, en réponse à la restriction du crédit. L'once

d'or est clairement corrélée à la liquidité, plus qu'à l'inflation. Ensuite, l'utilisation de plus en plus généralisée des trackers permet d'acheter plus facilement de l'or. Les investisseurs ne l'ont pas encore pleinement intégré. Troisièmement, les banques centrales ont déjà beaucoup vendu ; leurs réserves d'or sont au plus bas depuis 1945. Ensuite, la hausse du revenu des classes moyennes des pays émergents, tendance non remise en cause par la crise actuelle, est favorable à l'or. Sur le moyen-long terme, la demande des investisseurs locaux et de la bijouterie devrait augmenter au moins autant que leurs revenus, en particulier en Inde et en Turquie. Enfin, la production d'or est stable depuis plus de 10 ans malgré le triplement des prix.

A court terme, des freins existent. La hausse de l'or est limitée par un dollar encore fort. La baisse du billet vert, en particulier contre les devises des pays émergents, donnera à ces derniers du pouvoir d'achat. Elle devrait être en mesure de se dévaler lorsque l'économie mondiale retrouvera un peu de traction. Enfin, d'un point de vue purement chartiste, les cours sont encore encadrés par un canal baissier entre 650 \$ et 870 \$. La franche rupture de cette tendance sera une indication intéressante et les 1000 \$ devraient être en ligne de mire.

Nous avons suggéré l'idée d'un *long-short* or-pétrole depuis l'été. En novembre, nous suggérions de prendre des bénéfices sur cette paire. Nous considérons aujourd'hui que réduire considérablement le short pétrole et augmenter la part aurifère est judicieux, même si un nouveau renforcement de l'or à des cours inférieurs est possible dans un proche avenir.

▪ Et les actions ?

Comme nous l'exprimions dans notre lettre de novembre, sur les marchés d'actions, la période actuelle n'est pas propice au « buy and hold » qui consiste à acheter un actif et à le conserver. Il est probable qu'en 2009 nous assisterons à des rebonds vigoureux, voire très violents au sein d'un marché au mieux latéral. Pour qu'un rally se développe, le marché n'aura pas besoin de bonnes nouvelles. Il suffira que les annonces soient « moins pires » que craint par le marché. L'idée que l'économie sortira de récession au 2nd semestre et qu'il faut acheter des actions, en anticipation, au printemps est largement répandue. Nous pensons, plutôt de manière intuitive, qu'un premier rebond pourrait intervenir bien plus tôt mais que l'économie décevra au 2nd semestre, d'où l'idée d'acheter des actions dès les prochaines semaines, voire les prochains jours (de nombreuses configurations techniques deviennent favorables), pour les vendre si le marché reprenait entre 10% et 15%. De manière assez paradoxale, surtout pour l'investisseur *top-down*, les rebonds seront les plus violents dans les secteurs objectivement impactés par la récession comme les matériaux de bases, les services pétroliers ou l'automobile. Plus que jamais, il faudra agir avec pragmatisme et réactivité.

Régis Yancovici
 Directeur Général Délégué
 Rédigée le 5 janvier 2009