

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Avril	2009	2008	AUTRES	Avril	2009	2008	Nos OPCVM	VL	Avril	2009	2008
CAC 40	12,6%	-1,8%	-42,7%	EuroMTS Global	0,7%	1,6%	9,0%	PRAGMATIS Réactif AA	137,96	3,0%	4,4%	-11,9%*
DJ Stoxx 600	13,5%	0,9%	-45,6%	Tx à 10ans (€)	6,6 pb	-29,85pb	100,18pb	PRAGMATIS Patrimoine	93,64	1,36%	1,97%	2,7%**
S&P 500	9,4%	-3,4%	-38,5%	CRB Mat. Indus	6,4%	9,4%	-31,4%	EFIGEST Valeurs	57,28	8,3%	-1,5%	-38,5%
NIKKEI 225	8,9%	-0,4%	-42,1%	Pétrole (WTI)	-0,5%	-3,8%	-56,7%	* A partir du 18/08 (création) ** A partir du 13/10 (mutation en fonds de trackers)				
Asie* (hors Japon)	16,5%	16,8%	-53,6%	Or	-3,2%	2,8%	4,2%					
Amérique Latine*	16,4%	21,7%	-52,8%	Euro/Dollar	-0,4%	-5,6%	-3,6%					
Monde*	10,2%	0,0%	-40,9%	Euro/Yen	-0,5%	3,0%	-22,1%					

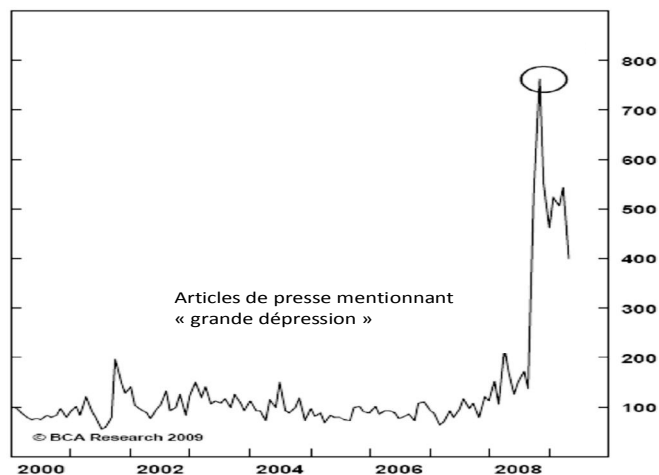
* données MSCI
Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

UNE PREMIERE VICTOIRE

Les autorités monétaires américaines ont regagné la confiance des investisseurs qui misent désormais sur la réussite des plans de relance et sur un scénario favorable concernant les résultats des « stress tests » qui seront connus cette semaine. Ceux-ci devront être crédibles (de massives recapitalisations sont à prévoir) mais ne pas demander de nationalisation, ni un nouveau passage devant le Congrès. Probable mais pas certain. En tout cas, c'est ce qu'a laissé entendre M. Geithner selon lequel 10 des 19 banques majeures américaines doivent être recapitalisées. Cette précision semble éloigner la perspective de nationalisations et apporte un peu de visibilité.

Par ailleurs, les données économiques publiées en avril confirment que le pire de la contraction est derrière nous. Sans se lancer dans une liste « à la Prévert », notons que les exportations et la production industrielle coréenne, ainsi que le moral des industriels de petites et moyennes entreprises japonaises rebondissent. Ces composantes avaient été très durement touchées par la crise. La presse est aussi un bon indicateur de la psychologie du consensus. Le graphique ci-dessous indique que le nombre de fois où le terme « grande dépression » a été utilisé dans la presse baisse fortement depuis le début de 2009.



La hausse est largement étendue. Elle touche bien sûr les actions, et en premier lieu les cycliques et les financières, mais aussi les obligations privées et les devises des pays dépendants du cycle des matières premières (les dollars australien et canadien par exemple). Le dollar américain et le yen, généralement considérés comme des refuges, sont plus faibles. Enfin les métaux industriels sont

soutenus, tandis que l'or s'affaiblit puisque la recherche de sécurité se fait moins pressente. Pour mémoire, les métaux précieux demeurent dans notre thématique d'investissement pour 2009.

On peut enrichir son jugement sur la nature du rebond en constatant que les mauvaises nouvelles ne l'atteignent pas. Par exemple, la grippe porcine n'a eu qu'un impact mineur. Les déclarations du FMI sur les pertes du secteur bancaire également. En tout état de cause, au-delà des fondamentaux, la crainte de passer à côté de la hausse est évidente. Les investisseurs ont une énorme pression pour ne pas laisser filer la hausse et ils sont très sous-investis. Leurs clients ne comprendraient pas qu'ils aient pris la baisse sans participer à la hausse.

UNE REPRISE EN V, U, L ou en W ?

Qu'attendre de l'économie en sortie de récession ? De nombreux économistes nous expliquent, qu'au regard des nombreux déséquilibres, en particulier l'endettement des ménages américains, la reprise ne peut être que molle. C'est sans doute vrai lorsque l'économie retrouvera un rythme de croisière. Néanmoins, une étude des sorties des récessions passées complète cette vision. Depuis un siècle, toutes les profondes récessions ont été suivies par de forts rebonds. La récession actuelle ne devrait pas faire exception. De plus, les consommateurs ont différé certains achats afin de voir un peu plus clair dans la tournure de la crise. Par exemple, les ventes de véhicules neufs aux Etats-Unis ont baissé de 43%. Cela ne peut s'expliquer par la baisse de 1.4% du revenu des ménages. Si l'on s'amuse à faire une droite de régression entre la contraction maximale du PIB au cours d'une récession – dans le cas où elle est d'au moins 3% – et le rebond qui a suivi, on peut conclure qu'avec une contraction totale 2008-2009 de 6% à 7%, le rebond de 2010 pourrait être de 7% à 8%. De quoi enthousiasmer les bourses, pour un temps. Nous avons déjà abordé ce sujet dans notre lettre du mois de mars (disponible sur le site).

QUEL IMPACT SUR LES BOURSES ?

Dès le début du mois d'avril, nous avons dit qu'une fenêtre pour l'investissement en actions s'ouvrirait (cf. lettre des marchés sur le site). Nous confirmons. Nous sommes à un stade généralement favorable à l'investissement en actions, dans la mesure où l'on pense, ce qui est notre cas, que les efforts pour relancer la machine économique vont porter leurs fruits. Stade

favorable, car les effets pervers de la relance ne sont pas pour tout de suite mais seront visibles plutôt à partir de la seconde moitié de 2010. Il s'agit de la normalisation de la politique monétaire visant à éviter l'inflation et de la normalisation de la politique budgétaire qui verra sans doute une hausse des impôts. Nous pensons aussi aux effets de second tour de la présence accrue des Etats dans l'économie et dans les entreprises. L'objectif des politiques est naturellement d'optimiser l'emploi pas les bénéfiques. Et les seconds tours, ils savent ce que c'est ! Stade favorable, car une majorité d'investisseurs sont encore dans le déni et doute de la hausse actuelle. Leur exposition en actions est de 36% contre en moyenne 45% sur les 12 dernières années (39% au point bas de 2002). Nous le disions déjà le mois dernier, cela rend la hausse plus solide.

Bien évidemment, la hausse ne se fera pas en ligne droite et appelle déjà des corrections. Le principal obstacle est la santé du système financier. Selon le FMI, les banques américaines afficheront des pertes cumulées sur 2008-2010 de 1600 milliards USD (2700 milliards USD sur l'ensemble du secteur). Jusqu'à présent elles ont provisionné 600 milliards USD. Il y a encore du travail pour atteindre la transparence des comptes. Les banques américaines devraient être contraintes de lever environ 500 milliards USD d'argent frais pour traverser la tempête actuelle. A peu près la même chose pour les banques européennes. Ces estimations diffèrent quelque peu de celles du Secrétaire d'Etat au Trésor US. Il faudra bien réconcilier les chiffres. D'autres questions se posent : D'où viendra l'argent ? Comment débarrasser les banques des actifs toxiques afin d'éviter le fameux scénario à la japonaise ? À quel prix ? Il reste seulement 135 milliards USD dans le programme TARP (Troubled Asset Relief Program) sur les 700 du départ. Un passage par le Sénat pour augmenter l'enveloppe serait sans doute un exercice délicat. Autant de questions qui risquent de remettre un peu de volatilité dans les marchés d'actions cet été.

CONCLUSION

La stratégie recommandée est de remonter le niveau de prise de risque. Il semblerait particulièrement hasardeux de miser contre les autorités, comme il fut judicieux de le faire au second semestre 2008. La vente des obligations d'Etat et l'achat d'obligations privées, jusqu'au high yield ainsi que l'augmentation progressive de l'exposition en actions est la bonne stratégie selon nous. Le maintien d'une pondération significative de métaux précieux est également préconisé.

La prise de risque dans un marché haussier peut apporter beaucoup de satisfaction mais n'implique pas une baisse de la vigilance, au contraire. La hausse que nous anticipons, même si elle sera sans doute plus en dent de scie qu'en mars et avril, n'est pas précurseur d'une tendance haussière à long terme. Comme nous l'avons déjà évoqué, d'autres problèmes se profilent. Loin des réflexes hérités de la hausse de la décennie précédente, une attitude réactive doublée d'une allocation d'actifs flexible seront les clés de la réussite.

Régis Yancovici
 Directeur Général Délégué
 Rédigée le 5 mai 2009