

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Mars	2009	2008	AUTRES	Mars	2009	2008	Nos OPCVM	VL	Mars	2009	2008
CAC 40	3,9%	-12,8%	-42,7%	EuroMTS Global	1,2%	0,9%	9,0%	PRAGMATIS Réactif AA	133,91	1,2%	1,3%	-11,9%*
DJ Stoxx 600	2,0%	-11,0%	-45,6%	Tx à 10ans (€)	-8,15 pb	-36,45pb	100,18pb	PRAGMATIS Patrimoine	92,71	0,39%	0,96%	2,7%**
S&P 500	8,5%	-11,7%	-38,5%	CRB Mat. Indus	0,5%	2,0%	-31,4%	EFIGEST Valeurs	52,91	2,0%	-9,0%	-38,5%
NIKKEI 225	7,1%	-8,5%	-42,1%	Pétrole (WTI)	5,9%	-4,4%	-56,7%	* A partir du 18/08 (création) ** A partir du 13/10 (mutation en fonds de trackers)				
Asie* (hors Japon)	13,7%	0,2%	-53,6%	Or	-2,8%	6,2%	4,2%					
Amérique Latine*	10,6%	4,5%	-52,8%	Euro/Dollar	5,1%	-5,2%	-3,6%					
Monde*	6,5%	-9,3%	-40,9%	Euro/Yen	6,1%	3,5%	-22,1%					

* données MSCI
Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

RETOUR SUR LES ACTIONS

Ces derniers mois, et contrairement à notre habitude, nous avons assez peu parlé du marché des actions dans nos lettres. L'actualité récente nous incite à faire le point. Le rebond des actions depuis le 10 mars, entre 20% et 25%, est-il un simple rebond technique ou y a-t-il autre chose ?

La baisse des marchés d'actions intègre une forte récession. Une récession d'ampleur moyenne correspond à une baisse de 30 à 40%. A -50%, les marchés ont été plus loin. Mais, une dépression, comme au Japon dans les années 1990, coûte nettement plus cher, autour de 80% de baisse. Nous sommes enclins à penser que la récession ne se muera pas en dépression.

En effet, l'économie montre quelques signes de stabilisation. Le pire de la récession semble derrière nous :

- D'une manière générale, nous avons l'impression que l'engagement des Etats pour relancer l'économie a atteint un seuil critique à partir duquel la confiance des investisseurs peut se reconstruire. Nous avons déjà parlé de la Chine à ce sujet dans notre lettre de février (disponible sur le site). La production d'électricité, un bon indicateur de la croissance, est d'ailleurs de nouveau en croissance de 5% en mars.
- Ainsi que nous l'exprimions le mois dernier (cf. lettre des marchés de mars disponible sur le site), même en cas de situation économique dégradée, un « sursaut de l'économie » est tout à fait possible, ne serait-ce que sous l'effet du cycle stockage/déstockage.
- La hausse du dollar conjuguée à la hausse des taux longs est enrayée. Elle constituait un énorme frein à la reprise et un élément aggravant la déflation américaine via la baisse des prix des biens importés.
- Les spreads de crédit s'améliorent, même sur les emprunts bancaires.

INFLEXION D'ETAT D'ESPRIT

Bien évidemment, la dynamique économique est importante. Mais ce n'est pas tout, surtout en ce moment. L'attention se porte plutôt sur le système financier et son sauvetage. D'ailleurs les deux points d'inflexion significatifs de 2009 ne concernaient pas des publications économiques. Il s'agit du 10 février, les marchés sont alors déçus du manque de détails du plan Geithner et du 10 mars lorsque Citigroup et d'autres banques annoncent un bon début d'année.

A ce propos, les autorités monétaires semblent avoir infléchi leur état d'esprit. Jusqu'à présent, elles se donnaient de nombreux moyens pour faire face à la crise qui empirait de jour en jour. Avec le dernier plan visant à acheter des emprunts d'Etat pour 300 milliards de dollars et des emprunts semi-privés pour 850 milliards de dollars, le Trésor et la Fed ont frappé un grand coup. Ils étaient réactifs, ils sont devenus proactifs. Le comportement de Barak Obama vis-à-vis de General Motors en est un autre signe.

Notons également que le « credit crunch » ne s'aggrave plus. Pour le 3ème mois consécutif, les banques commerciales américaines ont réduit leurs réserves de liquidités. Un signe avant-coureur d'une amélioration du crédit ?

La Fed part du principe qu'en injectant « suffisamment » de liquidité l'économie repartira. C'est sans doute la « moins mauvaise » solution. L'Histoire nous apprend que pour éviter un risque de dépression, le seul moyen est d'imprimer de la monnaie. Cela a été la principale erreur de 1930. Ainsi, avec ce dernier plan, le bilan de la Fed va encore doubler à 4000 milliards de dollars (contre moins de 1 milliard avant la crise). Et si ce n'est pas suffisant, elle ira plus loin. Aucune possibilité ne sera écartée pour éviter une dépression. C'est malgré tout rassurant.

UNE FENETRE S'EST OUVERTE

Nous avons le sentiment qu'une fenêtre s'est ouverte pour l'achat d'actions. Peut-être la phase de hausse du mois de mars a-t-elle été trop rapide et appelle une correction de court terme. Mais, désormais, nous sommes enclins à acheter dans les creux plutôt qu'à vendre dans les sommets. En tout état de cause, il ne faut pas attendre que tous les feux soient au vert pour démarrer. L'investissement est par nature une prise de risque (qu'il faut contrôler). Une particularité des marchés financiers est que le risque de l'investisseur est le plus faible quand il est le plus visible.

Par ailleurs, selon nous, il est trop tôt pour s'inquiéter des lourdes répercussions de la prodigieuse création de liquidité. Ce sujet viendra sur le devant de la scène probablement quand la réussite des plans de relance sera acquise. Peut-être que la fenêtre se refermera à partir de là ? Nous aurons l'occasion d'en reparler abondamment.

Nous ne souhaitons pas communiquer un message uniformément optimiste. Si l'amélioration est réelle, les problèmes devant nous sont très nombreux et ne pourront se dissiper rapidement.

Même en supposant que la démarche des autorités américaines permette une ré-ouverture large du marché du crédit, ce qui est loin d'être gagné, la pression sur les ménages pour réduire leur endettement est telle que la demande de crédit pourrait demeurer très faible. Et si les consommateurs ne dépensent pas, il y a peu de chance de voir les entreprises investir.

De plus, les mauvaises nouvelles en provenance des sociétés vont perdurer. Avec des ventes en baisse de 20% à 30%, certaines sociétés ne sont plus rentables voire plus viables. Elles vont être dans l'obligation de réduire encore la voilure. L'emploi n'a pas fini de se dégrader.

CONCLUSION

Pour l'investisseur, deux écueils doivent être évités. Celui de considérer le rebond actuel comme infondé et celui de croire qu'il est durable. Si les motifs de douter de la solidité du rebond sont connus, et rendent peut-être celui-ci plus solide (!), il y a une réelle amélioration dans l'argumentaire du camp des haussiers. Il nous semble raisonnable de rehausser progressivement les expositions en actions. Cela nous paraît l'option la moins risquée.

Régis Yancovici
Directeur Général Délégué
Rédigée le 6 avril 2009