

ACTIONS	Mars	2010	2009	AUTRES	Mars	2010	2009	Nos OPCVM	VL	Mars	2010	2009
CAC 40	7,2%	1,0%	22,3%	EuroMTS Global	0,7%	2,4%	4,3%	PRAGMATIS Réactif AA*	155,25	3,2%	0,4%	17,0%
DJ Stoxx 600	7,2%	3,8%	27,6%	Tx à 10ans (€)	-0,9 pb	-29,5pb	43,6pb	PRAGMATIS Patrimoine**	100,22	0,8%	0,6%	8,5%
S&P 500	5,9%	4,9%	24,7%	CRB Mat. Indus	3,6%	4,2%	46,4%	PRAGMATIS PEA International**	66,76	6,2%	2,0%	15,4%
Nikkei 225	5,2%	5,2%	19,0%	Pétrole (WTI)	4,7%	3,3%	31,3%	<small>* Au 31/03 ** Au 26/03</small>				
Asie* (hors Japon)	7,2%	1,0%	66,5%	Or	-0,3%	0,4%	27,6%					
Amérique Latine*	6,9%	1,3%	98,0%	Euro/Dollar	-1,0%	-6,5%	2,4%					
Monde*	6,2%	3,8%	26,6%	Euro/Yen	4,2%	-5,2%	5,1%					

\* données MSCI  
Sources Bloomberg - en devises locales

## L'ANALYSE

### Un Mars et ça repart!

Lors de notre précédente lettre, nous avons dessiné un panorama qui nous incitait à rester confiants dans l'évolution des marchés d'actions. Nous ne changeons pas d'avis malgré la hausse récente. La reprise économique devient toujours plus évidente et se diffuse. Ce phénomène devrait encore se renforcer. Par ailleurs, nous ne sommes pas encore au stade où celle-ci commencerait à mettre mal à l'aise la Fed. La « ligne de plus grande pente » reste la hausse même si des phases de consolidation sont probables et souhaitables. Les motifs de correction sont nombreux. Les questions autour de la dette publique, et son corolaire, le comportement de l'€//\$ et des marchés de taux, nous préoccupe. Concernant notre devise, les positions spéculatives sont à un extrême et toute bonne nouvelle (détails sur la mise en œuvre du plan d'aide à la Grèce, accélération de la croissance...) la pousserait à rebondir, ne serait-ce que d'un point de vue technique. Autre sujet qui mérite attention : l'immobilier américain dont on ne parle plus beaucoup. Après s'être stabilisé en 2009, l'indice des prix Case-Shiller rebaisse. Les stocks de biens invendus sont encore à des niveaux record, tout comme les saisies.

Parmi les thématiques que nous avons mises en avant pour 2010, la « diffusion de la croissance » était centrale. Deux secteurs européens étaient privilégiés : les médias et les transport & loisirs. Leur comportement a été satisfaisant (+8.7 % et 16.8 % au 1er trimestre). Dans ce même ordre d'idée, nous voulons désormais mettre en avant deux zones géographiques : la Zone Euro et le Japon. La première caractéristique favorable que ces deux régions ont en commun est d'être très peu représentées dans les portefeuilles internationaux. Et pourtant, si l'on y regarde de plus près...

### La Zone Euro

Nous n'allons pas ré-aborder la problématique de la dette publique qui demeure une épée de Damoclès (expression provenant de la Grèce antique !). Nous avons conclu que cette épée devrait rester bien fixée encore quelques temps. Nous prônons depuis longtemps de réduire l'horizon des placements « à risques ». Il n'est donc pas incohérent de privilégier cette zone pour les mois à venir. Il ne faut pas oublier que la zone Euro ne se résume pas aux problèmes Grecs, fut-il ceux d'autres pays :

- L'économie se porte mieux comme en atteste, par exemple, la forte hausse de l'IFO en Allemagne ;
- L'économie de la zone euro est plus cyclique que celles des pays anglo-saxons qui sont basées sur la consommation. De ce fait, dans les phases de reprise économique, la hausse des bénéfices est souvent plus vigoureuse. Mais n'étant pas à l'épicentre de la

reprise, elle est aussi plus tardive. Les résultats des entreprises devraient donc s'améliorer considérablement dans les prochains mois, plus qu'ailleurs. C'est ce qu'elle avait fait lors des précédents cycles ;

- Les valorisations relatives sont attractives. Les décotes par rapport au reste du monde en terme de « Price Earning Ratio » ou de « Price to book » se montent à 25%. Elles sont en moyenne d'environ 17% sur longues périodes ;
- La zone Euro sous-performe depuis 3 ans. Les valorisations relatives aux marchés de taux ont rejoint les niveaux qui prévalaient en 2003, au moment où l'Eurostoxx 50 entamait 4 années de surperformance ;

### Le Japon

Nous remettons le Japon à l'honneur. Notre première tentative n'avait pas porté ses fruits\*. Mais en bourse, plus qu'ailleurs, il n'est pas nécessaire de ne pas se tromper pour persévérer. Il n'est pas question d'un investissement de long terme. Mais un achat pour quelques mois d'actions japonaises nous semble être une proposition très attractive :

- Il semble que la banque centrale japonaise commence à mettre en place des actions visant à combattre la déflation. Le seul moyen qu'il reste à sa disposition est de faire baisser le yen. L'impact sur la bourse sera favorable. La hausse de ces derniers jours est concomitante au passage du Dollar contre Yen de 89 à 94. Ce n'est pas un hasard ;
- L'économie va mieux grâce aux exportations, en particulier vers la Chine. Même si la Chine est en phase de ralentissement, sa croissance ne va pas s'effondrer. De plus, les Etats-Unis, où nous attendons une forte reprise de l'investissement, pourraient donner un nouveau coup de fouet aux exportations japonaises ;
- La courbe des taux japonaise se pentifie et devrait continuer à le faire, la banque centrale japonaise laissant inchangée sa politique monétaire plus longtemps que les autres. Par ailleurs, la valorisation relative des actions aux obligations (taux des emprunts d'état à 10 ans moins le rendement des dividendes) est négative. Depuis plus de 10 ans, les rares mais violents rallys des actions japonaises se sont déroulés dans un tel contexte ;
- D'un point de vue chartiste la rupture des 960 sur le Topix est significative.

Régis Yancovici  
Directeur Général Délégué  
Rédigé le 5 avril 2010

\* Cf lettre de juillet 2009, disponible sur le site