

TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Sept.	2009	2008	AUTRES	Sept.	2009	2008	Nos OPCVM	VL	Sept.	2009	2008
CAC 40	3,9%	17,9%	-42,7%	EuroMTS Global	0,7%	4,5%	9,0%	PRAGMATIS Réactif AA	153,50	2,3%	16,1%	-11,9%*
DJ Stoxx 600	2,7%	22,2%	-45,6%	Tx à 10ans (€)	-3,7 pb	26,9pb	-138pb	PRAGMATIS Patrimoine	99,32	1,0%	8,2%	-6,04%
S&P 500	3,6%	17,0%	-38,5%	CRB Mat. Indus	-4,6%	29,1%	-31,4%	PRAGMATIS PEA International	62,63	-0,1%	7,7%	-38,5%
NIKKEI 225	-3,4%	14,4%	-42,1%	Pétrole (WTI)	-0,1%	21,9%	-56,7%	* A partir du 18/08 (création)				
Asie* (hors Japon)	8,6%	58,2%	-53,6%	Or	5,1%	15,8%	4,2%					
Amérique Latine*	12,0%	77,6%	-52,8%	Euro/Dollar	2,7%	4,3%	-3,6%					
Monde*	3,3%	20,8%	-40,9%	Euro/Yen	-1,6%	3,6%	-22,1%					

* données MSCI
Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

COURT TERME VS MOYEN TERME

Le mois dernier nous avons attiré votre attention sur les risques de correction à court terme. Cette position n'a pas été judicieuse. Les actions ont continué de performer de manière très satisfaisante en septembre. Nous maintenons une relative prudence à court terme. D'autres indicateurs techniques attestent du caractère tendu de la hausse :

- Le ratio vendeur/acheteur des « insiders » (cadres dirigeants traitant les titres de leur société) a atteint des niveaux historiquement élevés ;
- Plus de 90% des actions ont des cours au-dessus de leur moyenne mobile 200 jours.

Mais nous maintenons également notre conclusion de l'époque : « *Le panorama général des marchés reste favorable. Les anecdotes et indicateurs techniques ci-dessus ne suffisent pas à modifier notre vision des marchés sur un horizon de 6 mois* ». Nous souhaitons ce mois-ci revenir sur les principaux risques à moyen terme.

Nous sommes plutôt confiants dans la poursuite de la reprise économique. Les déceptions sur l'emploi ou l'ISM manufacturier ne donnent pas d'indication d'un changement de tendance. L'administration américaine s'est d'ailleurs une nouvelle fois engagée à assurer la reprise. Sans doute serait-elle prête à mettre sur les rails un nouveau plan de relance si le soufflet devait retomber trop rapidement. Nous n'en sommes pas là mais c'est le genre de chose qui reconforte un investisseur.

Bien entendu, les plus pessimistes pourront arguer que nous sommes dans une trappe à liquidité et que les plans de relance sont inutiles. C'est le scénario à la Japonaise. A ce stade, cela nous semble peu probable (mais pas impossible). Les maux des Etats-Unis d'il y a un an et du Japon du début des années 90 présentent des similitudes. Déflation par la dette, système bancaire exsangue, fort impact sur l'économie, hausse des défauts... Mais les différences sont notables. D'abord la bulle immobilière était bien plus grosse au Japon. Le prix de l'immobilier ramené aux revenus disponibles était 30% plus élevé. La réactivité des autorités n'a pas été la même. Les Japonais ont maintenu en vie des sociétés insolvables. L'Etat a été très lent pour recapitaliser les banques qui se sont trouvées incapables de prêter pendant plusieurs années. Elles ont laissé le Yen s'apprécier de 87% entre 1990 et 1995. Enfin, la Banque centrale Japonaise continuait de monter ses taux alors que la crise était là. La baisse des taux n'a débuté que mi-1991, soit 18 mois après le début de la baisse du Nikkei, et l'assouplissement quantitatif qu'en 2001.

Nous avons sans doute dépassé le pic de l'accélération économique. Cela augure peut-être d'une pente moins ascendante pour les actions (et encore le débat est ouvert) mais ce n'est pas une mauvaise nouvelle. En effet, les à-coups des publications économiques permettent aux banques centrales de maintenir les vannes de la liquidité grandes ouvertes. Selon nous, la normalisation des politiques monétaires constituera un obstacle majeur à la progression des actions. Quel pourrait-être son timing ?

Sur un historique de 4 cycles de remontée des taux (1977, 1984, 1994 et 2004), la Fed a attendu en moyenne 19 mois après le pic du taux de chômage. Ce taux continue de progresser. La Fed attend en moyenne un niveau de 58 sur l'ISM. Nous sommes à 52,6... Quelque soit l'indicateur, nous n'y sommes pas encore. Si les références passées tiennent, la première hausse de taux pourrait avoir lieu fin 2010, voire début 2011. Néanmoins, notons que, d'une part, une poursuite de la reprise en « V » n'est pas exclue. Elle pousserait la Fed à agir plus vite (T2 2010 ?). D'autre part, les marchés anticipent d'environ 6 mois. La fin de l'hiver 2010 pourrait être délicate ? Bien évidemment, le caractère exceptionnel de la crise pourrait pousser les banquiers centraux à ne pas agir de manière cohérente avec le passé. Mais nous trouvons que les arguments justifiant une réaction plus rapide ou plus tardive qu'à l'accoutumé sont tous très valables.

D'ici là, même si certains indicateurs techniques clignotent orange, le panorama reste favorable aux actions. Beaucoup de stimuli dans les tuyaux, taux bas, inflation inexistante (même si on peut avoir des craintes légitimes à long terme), valorisations de long terme acceptables. Nous sommes encore dans la meilleure période pour les actions : les 24 mois suivants une récession.

UN DERNIER MOT

Nous veillons toujours à situer notre scénario vis-à-vis du consensus. Nous constatons que l'attente d'un repli visant à corriger les excès de la hausse des mois passés est largement partagée. D'un point de vue « contrarian », cela pourrait indiquer que le timing et la manière de cette correction soient très différents des anticipations.

Régis Yancovici
Directeur Général Délégué
Rédigé le 6 octobre 2009