

### TABLEAU DE BORD

ACTIONS	Jan	2010	2009	AUTRES	Jan	2010	2009	Nos OPCVM	VL	Jan	2010	2009
CAC 40	-5,0%	-5,0%	22,3%	EuroMTS Global	0,5%	0,5%	4,3%	PRAGMATIS Réactif AA	150,62	-2,6%	-2,6%	17,0%
DJ Stoxx 600	-2,7%	-2,7%	27,6%	Tx à 10ans (€)	-19,1 pb	-19,1pb	43,6pb	PRAGMATIS Patrimoine	99,23	-0,4%	-0,4%	8,5%
S&P 500	-3,7%	-3,7%	24,7%	CRB Mat. Indus	-1,8%	-1,8%	46,4%	PRAGMATIS PEA International	63,31	-3,2%	-3,2%	15,4%
NIKKEI 225	-3,3%	-3,3%	19,0%	Pétrole (WTI)	-8,9%	-8,9%	31,3%					
Asie* (hors Japon)	-6,1%	-6,1%	66,5%	Or	-2,0%	-2,0%	27,6%					
Amérique Latine*	-8,9%	-8,9%	98,0%	Euro/Dollar	-3,1%	-3,1%	2,4%					
Monde*	-3,8%	-3,8%	26,6%	Euro/Yen	-6,1%	-6,1%	5,1%					

\* données MSCI  
Sources Bloomberg - en devises locales

## L'ANALYSE

### Crochet du gauche, c rochet du droit, uppercut. KO ?

La correction des actions depuis la mi -janvier peut s'expliquer aisément. La conjonction du resserrement monétaire chinois, des déclarations de M. Obama sur la limitation des activités des banques américaines et la crise grecque ont mis un coup au moral des investisseurs . En revanche, prévoir l'impact réel sur les marchés est plus complexe.

La Chine d'abord. La décision des autorités marque un tournant dans leur politique jusqu'à présent hyper-stimulative. La réduction de la distribution de crédit qu'ils imposent aux banques suppose que la croissance va se ralentir dans les mois à venir. Y a-t-il un risque de rechute brutale de l'économie ? Selon nous, il est très faible. D'abord parce qu'il s'agit d'une décision pro-active. Il n'existe pas réellement de bulle , ni d'inflation dans l'économie qui pousseraient les autorités à agir trop vite. Ensuite, les autorités, recherchant un nouvel équilibre en faveur de la consommation des ménages face aux exportations, limiteront la remontée des taux afin de ne pas inciter le consommateur à épargner. Au final, ce durcissement vise à rendre pérenne la croissance sans surchauffe. Ceci dit, ce revirement politique n'est pas sans impact sur les marchés financiers et explique, parmi d'autres raisons comme les valorisations, notre position très prudente sur les pays émergents. Mais si effectivement la croissance ralentie sans s'effondrer, alors des occasions d'acheter des actions émergentes, et en particulier Chinoises, se matérialiseront plus tard cette année.

Difficile de dire ce que va devenir concrètement l'annonce de M. Obama sur les banques. Les effets d'annonces politiques et les arcanes du pouvoir nous gardent « d'hurler avec les loups ». Le processus pour légiférer sera d'autant plus long que la puissance des lobbies est vigoureuse et que le Sénat ne penche plus à gauche.

Plus récemment tous les yeux se sont tournés vers les pays que les anglo-saxons surnomment les « PIGS » (Portugal, Italy, Greece, Spain). Ces pays ont en commun un déficit et/ou une dette publics élevés qui jette un doute sur leur capacité à attirer de nouveaux capitaux. Notre hypothèse est que la problématique de la dette publique dans ces pays est politique avant d'être financière. Il n'est dans l'intérêt de personne que la crise pousse la Grèce ou un autre pays à faire défaut ou pire à sortir de la zone Euro. Cela aurait des effets dévastateurs sur son économie (envolée des spreads et de l'inflation) et de virulentes attaques spéculatives se manifesteraient contre les autres « PIGS ». Néanmoins, pour pousser les politiques à agir, la

situation doit être sans doute encore plus tendue qu'elle ne l'est aujourd'hui. Le sauvetage trop rapide de la Grèce inciterait les autres pays en difficultés à maintenir un laxisme fiscal en attendant leur sauvetage (le fameux aléa moral). En tout état de cause, au regard de la réaction des marchés, l'Union Européenne et la BCE doivent rapidement montrer un soutien sans faille aux pays en difficultés. L'achat par la BCE des emprunts des Etats concernés est peut-être nécessaire pour stopper la spirale actuelle.

### Une idée Saugrenue

Nous souhaitons revenir sur un chiffre qui a vite été oublié tant les problèmes évoqués ci-dessus sont prégnants. 5.7%, c'est la progression du PIB américain au 4<sup>e</sup> trimestre 2009 bien au-delà des 4.8% attendus par le consensus. Il nous semble que la croissance américaine gagne en vigueur et en solidité. Pourquoi ? Même si certains pans de l'économie américaine sont lésés pour plusieurs années comme la construction et l'immobilier, d'autres sont suffisamment importants et dynamiques pour tirer l'économie dans les prochains mois.

3 moteurs : 1- Les stocks. Le ratio stocks/ventes est au plus bas depuis 1960. Les progrès dans la gestion des entreprises fait que ce ratio a tendance structurellement à décroître. Néanmoins, sa glissade depuis 1 an laisse à penser que le déstockage a été beaucoup trop loin alors que l'économie repart. Sans même escompter une reprise durable de la demande finale, le restockage pourrait apporter un point de PIB supplémentaire en 2010. 2- L'automobile. Pour la première fois depuis que les statistiques existent (1970), les ventes de véhicules neufs sont inférieures au nombre de véhicules partant à la casse. Même si le nombre de véhicules par personne de plus de 16 ans a sans doute atteint un plafond (1.08), cette situation n'est pas tenable, la confiance revenant et la population continuant de croître. Les ventes de véhicules pourraient ajouter ½ point de PIB si le nombre de vente égalait le nombre de mise à la casse. 3 - L'investissement. L'investissement des entreprises, en particulier dans l'informatique (matériel et logiciels) s'est considérablement contracté ces dernières années. Relativement au PIB, il est au plus bas depuis les années 60. L'écart entre le coût du capital et le retour sur investissement est très élevé et constitue une forte incitation pour investir. Cela pourrait ajouter 0.6 points de PIB.

Nous croyons donc que la croissance américaine surprendra agréablement au cours des 2 ou 3 prochains trimestres. Mais est-ce une bonne nouvelle pour les marchés ? (N'oublions que c'est lui qui nous fait gagner ou perdre de l'argent, pas l'économie. Personne n'a encore lancé un Tracker sur le PIB !). La réponse n'est pas si simple mais tout m'ême affirmative. Car une accélération économique pousserait la Fed à infléchir sa rhétorique. Dès lors il était intéressant de regarder le comportement des marchés par rapport au cycle de politique monétaire.

Le plus souvent, lorsque le marché commence à anticiper un changement de politique monétaire, la volatilité augmente et les marchés corrigent mais n'entament pas de tendance baissière. C'est ce qui pourrait se passer entre le 2<sup>nd</sup> et le 3<sup>è</sup> trimestre 2010. Ensuite, ils s'accommodent bien de la première phase de hausse des taux, tant que la politique monétaire demeure accommodante. C'est seulement lorsque les taux sont portés à un niveau restrictif qu'un marché baissier peut se matérialiser. Bien entendu déterminer le niveau de taux pivot entre accommodant et restrictif est plus un art qu'une science. Nous gardons à l'esprit que dans un monde de plus en plus endetté ce pivot est de plus en plus bas. Cette question ne devrait pas se poser avant la mi-2011.

### Un dernier mot

Au moment où nous écrivons ces lignes, nos écrans Bloomberg sont coulés de rouge sang. La question qui se pose avec plus d'acuité est de savoir si c'est la fin du marché haussier qui nous porte depuis 11 mois ? Selon nous, la réponse est probablement non, mais nous le répétons depuis le mois de septembre, la partie « facile » est derrière nous et nous impose plus de sélectivité et un fin timing. Ainsi nous maintenons notre prudence sur les pays émergents et réduisons fortement notre exposition aux matières premières. Nous détaillerons notre positionnement plus en détail dans la « Lettre des fonds » publié sous quinzaine.

Nous attendions une correction de cette ampleur, voire plus importante mais pas pour les motifs actuels, ni à ce moment de l'année. Nous maintenons notre scénario avec un peu de fébrilité car une poursuite de la hausse du dollar pourrait le remettre en cause. Faut-il acheter pour autant ? « Pour gagner en bourse il faut acheter bas et vendre haut » dit l'adage. Ce qu'il ne dit pas c'est que lorsqu'on est « en bas » personne ne veut acheter à cause de la peur qui étreint. Reste à savoir quand la surmonter. C'est peut-être encore un peu tôt.

Régis Yancovici  
 Directeur Général Délégué  
 Rédigée le 5 février 2010