

TABLEAU DE BORD

| Source Bloomberg devises locales | Cours | Octobre | 2008 | 2007 |
|----------------------------------|-------|---------|--------|--------|
| CAC 40 | 3631 | -13,5% | -35,3% | 1,3% |
| DJ Stoxx 600 | 229 | -13,3% | -37,2% | -0,2% |
| S&P 500 | 992 | -16,9% | -32,4% | 3,5% |
| NIKKEI 225 | 9521 | -23,8% | -37,8% | -11,1% |
| Asie* (hors Japon) | 292 | -24,2% | -53,1% | 37,1% |
| Amérique Latine* | 2374 | -32,8% | -46,1% | 46,9% |
| Monde* | 279 | -17,0% | -34,9% | 5,2% |

* données MSCI

| Source Bloomberg | Cours | Octobre | 2008 | 2007 |
|---------------------|--------|-----------|----------|---------|
| EuroMTS Global | 152 | 1,2% | 4,8% | 1,7% |
| Tx à 10ans (zone €) | 4,36 % | -31,55 pb | -36,1 pb | 55,2 pb |
| CRB Mat. 1ere | 368 | -16,6% | -23,0% | 9,1% |
| Pétrole (WTI) | 68,19 | -32,4% | -25,0% | 34,8% |
| Or | 746 | -18,4% | -10,9% | 31,7% |
| Euro/Dollar | 1,30 | -11,0% | -11,4% | 11,7% |
| Euro/Yen | 129 | -16,2% | -20,6% | 3,8% |

L'ANALYSE

LA BOURSE, LA MACHINE A REMONTER LE TEMPS

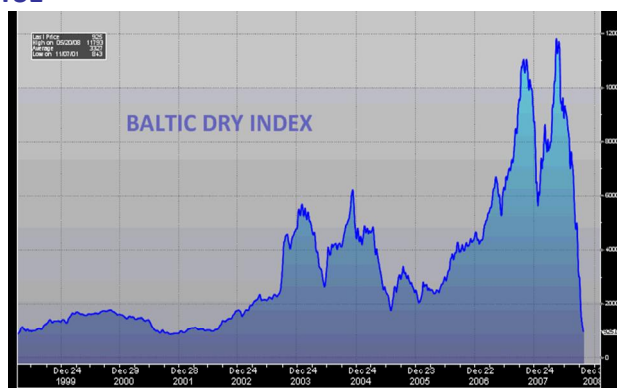
La bourse anticipe, c'est connu. Mais depuis quelques mois, il est possible d'en avoir une autre lecture. Elle remonte le temps. 12 ans pour les principaux indices européens et américains. 8 ans pour le Canada et 25 ans pour le Japon. Que de temps perdu ! Il ne le sera pas complètement si l'on en tire une leçon. A nos yeux, la principale est de bannir définitivement le « buy and hold » qui consiste à acheter une action et à la conserver sous le prétexte trompeur qu'à long terme les actions sont la meilleure classe d'actif. La notion de long terme est très relative et, dans ce cadre n'a qu'un sens statistique éloigné des attentes des investisseurs, surtout quand ceux-ci sont des particuliers. Faire évoluer l'allocation d'actif d'un portefeuille est fondamental. C'est notre crédo.

NI CREDIT, NI CONFIANCE

Pourtant tout n'est pas noir. L'amélioration des conditions du crédit interbancaire aux Etats-Unis, la décision de la Fed d'acheter directement de la dette commerciale et de baisser ses taux à 1 % sont des signes encourageants mais insuffisants et tardifs. Ils ne pourront empêcher l'impact du rationnement du crédit sur l'économie, d'autant plus que de nombreuses mesures prises, comme le fameux plan Paulson, ne sont pas encore effectives. La plupart des indicateurs économiques sont en chute libre. Par exemple, le Baltic Dry Index, l'indice de prix pour le transport maritime des matières sèches (charbon, minerai, céréales...), un très bon indicateur de la vitalité du commerce mondial, a baissé de 90% en quelques mois (cf. graphique 1). Du jamais vu. L'économie mondiale a besoin de crédit et de confiance. Elle n'a ni l'un ni l'autre. Il s'instaure un cercle vicieux entre une spirale baissière des actifs risqués et une économie mondiale qui se trouve sans doute dans une récession plus longue et prononcée que celles du début des années 90 et 2000.

LES MARCHES FINANCIERS

La baisse des marchés n'a-t-elle pas été trop loin, trop vite, au-delà des fondamentaux ? C'est là une question centrale pour l'investisseur. Par exemple, les écarts de taux des emprunts à haut risque (high



Graphique 1 : Baltic Dry Index depuis 1999 – Source Bloomberg

yield) intègrent un taux de défaut de 17%, un niveau jamais vu depuis 1930. Si l'on jette un coup d'œil du côté des valorisations actions, on constate que le Price Earning du S&P 500 s'élève à 14 en prenant des bénéfices normalisés sur 5 ans. C'est beaucoup si on le compare au PE de la fin des grands « bear market » qui se situe entre 8 et 10. Mais c'est peu si l'on tient compte de l'environnement des taux d'intérêt relativement bas. Cette valorisation relative justifierait un marché 60 % plus élevé qu'aujourd'hui !

Selon nous, les marchés, sous l'effet de ventes forcées, ont sur-réagi à court terme aux nouvelles micro et macro économiques. Une fenêtre de rebond s'est donc ouverte le 23 octobre. De plus, il n'est pas inenvisageable que ce rebond soit plus durable qu'escompté par le consensus dans la mesure où le pessimisme est à son paroxysme et où les flux vendeurs donnent l'impression de se tarir. Mais ne nous y trompons pas, les actions seront tôt ou tard rattrapées par le flux de mauvaises nouvelles.

NOTES RECOMMANDATIONS

Dans notre lettre précédente, nous suggérions de « renforcer par petites touches ». Cela a pu être couronné de succès selon le timing de sa mise en œuvre compte tenu de l'extrême volatilité. Nous maintenons cette proposition, pour ceux qui sont peu investis, avec une tolérance au risque élevée et surtout la flexibilité de revendre rapidement, disons

quelques semaines. A ce stade, nous considérons toute reprise des actions comme un rebond temporaire. Les investisseurs étant échaudés par les multiples faux rebonds et la volatilité folle, il faudra longtemps pour qu'ils reprennent confiance.

Nous prenons nos bénéfices sur le long -short or-pétrole après une hausse de 48 % en deux mois, même si cette paire garde tout son sens.

Notre marché de prédilection reste les emprunts d'Etats de la zone euro. Nous sommes un peu surpris de voir les taux longs rester si élevés, presque au niveau du début de l'année alors que le contexte économique et inflationniste justifierait une nette détente (cf. graphique 2). Les banquiers centraux ont réagi en baissant leurs taux directeurs. Et ce n'est pas fini. A ce propos, le comportement de l'or est intéressant. L'or indique les excès de création de monnaie. Sa baisse récente n'est pas seulement le signe de la vigueur du dollar puisqu'il baisse dans toutes les devises. Elle semble nous indiquer que les banques centrales ont des politiques monétaire encore trop rigoureuses.

Pour expliquer le niveau des taux longs, la crainte de voir un afflux d'émissions du fait d'une hausse de l'endettement des Etats est avancée mais, selon nous, compensée par la hausse durable de l'épargne des acteurs privés. A moins que les investisseurs obligataires n'aient le sentiment que la croissance économique ne sera pas aussi faible que ne le supposent les investisseurs actions. Cela conforterait notre proposition de renforcer les actions. En tout état cause, en l'absence d'alternative crédible, et devant la baisse des rémunérations à court terme, nous estimons que les emprunts d'Etats doivent constituer le cœur d'un portefeuille.

PRENONS UN PEU PLUS DE RECU

Finissons sur une note moins morose et prenons un peu de recul. La crise actuelle n'est pas la première, ni la dernière. Toutes les bulles se sont cons truites sur les cendres de la bulle précédente. Par exemple, les excès des valeurs technologiques se sont produits peu de temps après le dégonflement de la bulle japonaise et de la crise asiatique de 1997-1998. Les prix de l'immobilier américain n'auraient pas atteint de tel sommet si les banques centrales n'avaient pas injecté autant de liquidité pour sauver le monde de la déflation en 2001 -2002 après l'éclatement des valeurs technologiques.

Dès lors, la question, qui semble peut-être incongrue à ce stade, mais qui prendra sans doute tout son sens dans les prochaines années est de savoir sur quels actifs se déroulera la prochaine bulle ?! Répondre à cette question suffisamment tôt permettra sans doute d'effacer largement les pertes actuelles et de voir l'avenir plus sereinement.

Hélas, nous n'avons pas encore la réponse, mais quelques pistes de réflexion . La situation des banques et des consommateurs américains ne permettra pas au secteur privé d'être la locomotive du prochain cycle économique. Afin d'éviter une récession trop longue et un chômage de masse, les Etats seront probablement contraints de lancer de grands chantiers d'infrastructures. Les besoins dans les pays en voie de développement, la Chine en tête, sont éclatants. La Chine vient d'ailleurs d'approuver une liste de projet de construction d'infrastructures, comprenant des autoroutes, des aéroports, des centrales nucléaires... pour une dépense annuelle moyenne de 75 milliards de dollars, à comparer à 30 milliards entre 2006 et 2008. Ces besoins ne sont pas l'apanage des pays jeunes. Les fréquentes pannes de courant depuis 10 ans aux Etats-Unis en attestent.

Régis Yancovici
 Directeur Général Délégué
 Rédigée le 3 novembre 2008



Graphique 2 : Taux à 10 ans (zone euro) depuis 2007 - Source BCE