

TABLEAU DE BORD

| ACTIONS | Oct | 2009 | 2008 | AUTRES | Oct | 2009 | 2008 | Nos OPCVM | VL | Oct | 2009 | 2008 |
|--------------------|-------|-------|--------|----------------|--------|-------|--------|--------------------------------|--------|-------|-------|---------|
| CAC 40 | -4,9% | 12,1% | -42,7% | EuroMTS Global | 0,1% | 4,7% | 9,0% | PRAGMATIS Réactif AA | 150,14 | -2,2% | 13,6% | -11,9%* |
| DJ Stoxx 600 | -2,3% | 19,4% | -45,6% | Tx à 10ans (€) | 1,1 pb | 28pb | -138pb | PRAGMATIS Patrimoine | 98,95 | -0,4% | 7,8% | -6,04% |
| S&P 500 | -2,0% | 14,7% | -38,5% | CRB Mat. Indus | 3,3% | 33,3% | -31,4% | PRAGMATIS PEA International | 61,30 | -2,1% | 5,4% | -38,5% |
| NIKKEI 225 | -1,0% | 13,3% | -42,1% | Pétrole (WTI) | 8,5% | 31,1% | -56,7% | * A partir du 18/08 (création) | | | | |
| Asie* (hors Japon) | -0,6% | 57,3% | -53,6% | Or | 4,2% | 20,7% | 4,2% | | | | | |
| Amérique Latine* | 1,4% | 80,1% | -52,8% | Euro/Dollar | 1,2% | 5,6% | -3,6% | | | | | |
| Monde* | -2,1% | 18,3% | -40,9% | Euro/Yen | 1,0% | 4,6% | -22,1% | | | | | |

* données MSCI
Sources Bloomberg - en devises locales

L'ANALYSE

UNE CORRECTION BIENVENUE

La correction est enfin venue. Sans surprise, la baisse a concerné de manière uniforme les actions, l'euro et les matières premières. Est-ce la fin de la tendance qui nous porte depuis près de 8 mois ?

Il était bien compliqué de prévoir avec précision le moment de la correction que tout le monde appelait de ses vœux après des hausses entre 40 % et 190 %. De la même manière, estimer sa durée et sa profondeur est délicat. Selon nous, cette baisse est saine car elle donne du temps aux fondamentaux de rejoindre les anticipations implicites du marché. De plus, il est rare qu'un marché haussier se termine au moment où les bénéfiques des entreprises s'améliorent alors que les taux restent bas et la pente de la courbe des taux élevée. En revanche, nous assistons au passage à une autre phase. La première phase était guidée par la liquidité. Elle a mené à une revalorisation des actions, en particulier de celles de moindre qualité. La seconde devrait être guidée par les bénéfiques. Ce type de transition s'accompagne en général de volatilité et de rotation sectorielle ou géographique.

Mais nous ne voulons paraître béatement optimistes. Nous ne le sommes pas. Les défis à long terme sont conséquents. Un des principaux concerne la liquidité et le crédit aux Etats-Unis.

LES VANNES (DU CREDIT) LES PLUS COURTES NE SONT PAS LES MEILLEURES

La liquidité et le crédit sont le sang qui irrigue l'économie. Le consensus estime que la Federal Reserve a inondé l'économie de liquidité et qu'un risque d'inflation pèse. Nous portons un regard plus mitigé.

Depuis l'entame de la crise, l'objectif de la Fed est double. D'abord sauver le système bancaire, ensuite assurer les fondements d'une reprise économique solide, en particulier en éloignant les risques de déflation. Le succès n'est pas pleinement au rendez-vous. Le secteur bancaire est effectivement sauvé, même si des faillites sont toujours possibles (CIT la semaine dernière). Les taux interbancaires se sont totalement détendus. En revanche, même si elle leur en a donné les moyens, la Fed n'a pu forcer les banques à augmenter leur volume de prêts. Par exemple, bien que les dépôts aient augmenté de 637 milliards USD et que le secteur bancaire ait globalement levé 200 milliards USD, les prêts sont en baisse de 506 milliards USD. Une partie importante de l'injection de liquidité se trouve donc « bloquée » dans le système financier. Le niveau de liquidité et de crédit dans l'économie réelle est sans doute inférieur à ce dont elle aurait besoin pour assurer une reprise classique.

Entre offre et demande, l'origine de cette contraction des crédits n'est pas claire. La réponse pourrait se lire dans le comportement des taux d'intérêt. Quand les prêteurs deviennent réticents à prêter les taux montent ; si c'est la demande qui est absente, ils ont tendance à baisser. Il semble que depuis le printemps, il s'agisse plus d'une faiblesse de demande. Le problème est que, si les banques centrales peuvent « motiver » les banques à prêter, elles ne peuvent pas grand-chose pour inciter les entreprises et les particuliers à emprunter. Cela dépend de facteurs (confiance, ROI attendus, inflation attendu, revenus...) sur lesquels elle a peu de prise.

Alors sommes-nous à l'aube d'une nouvelle rechute ? Pas forcément. D'abord, parce qu'une poursuite de la contraction du crédit n'est pas inhabituelle à ce stade du cycle. En effet, il y a en général 6 à 12 mois de délai entre la reprise économique et la reprise des prêts bancaires aux entreprises. Ensuite, si les banques ne prêtent pas, le marché s'en charge. Depuis que les « spread » se contractent, les émissions se sont multipliées. La diversité des sources de financement a ainsi permis aux entreprises de profiter de la reprise. Cela étant dit, du côté du consommateur, une part importante de la demande n'est pas prête de revenir compte tenu de la pression qu'il supporte pour se désendetter.

Une reprise du volume global des crédits est non seulement importante pour permettre à la reprise de durer mais aussi pour éviter le fameux « scénario à la japonaise » et son volet déflationniste. Sans crédit, et dans le meilleur des cas, la croissance de la consommation est limitée par celle des revenus. Le potentiel de croissance des Etats-Unis serait alors d'environ 2.5%. Dans le pire des cas, les consommateurs continuent de rééquilibrer leur bilan en dépensant moins et en épargnant plus. Les Etats-Unis entameraient alors une période de stagnation/déflation.

QUELLES CONSEQUENCES

Jusqu'à présent, les marchés se sont peu souciés du manque de crédits bancaires. Tant que les investisseurs prennent la place des banques pour financer la croissance, tout va bien. Cela signifie probablement une interdépendance plus grande entre les marchés du crédit et des actions.

Enfin, tant qu'il pèse un risque de trappe à la liquidité sur l'économie américaine, la Fed continuera sa politique monétaire accommodante. Cela accentue sans doute la nervosité des investisseurs alors qu'on parle de plus en plus souvent de scénario de sortie de crise. Gare à l'erreur de politique monétaire !

Régis Yancovici
Directeur Général Délégué
Rédigée le 6 novembre 2009