



# LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

Le 14 juillet 2008

Les marchés sont pris dans une tourmente dont les investisseurs ne voient pas d'issue. Ils vendent leurs positions en actions de manière indifférenciée. Les secteurs dans l'œil du cyclone sont les plus touchés (MSCI Banques Europe -44% ytd) mais les plus défensifs souffrent également (Alimentaire&tabac -20% ou Télécom -27% ytd). Les interrogations sur la solvabilité des agences étatiques Fannie Mae et Freddie Mac ont rajouté au pessimisme ambiant de la semaine passée.

Nous mettons en garde nos lecteurs depuis le début du mois de juin contre les effets de la hausse du pétrole d'une part et de l'immobilier américain d'autre part sur les marchés actions. Avant cela, nous avons préconisé de revenir sur les actions dès le mois de mars. Le moment est-il venu d'être contrarians et de tenter une nouvelle fois d'acheter des actifs risqués ? Un certain nombre d'informations pourrait le suggérer :

- Les investisseurs individuels se retirent massivement des fonds en actions ;
- Le moral des investisseurs institutionnels est d'un niveau de pessimisme jamais rencontré depuis plus de 13 ans. Il ne vous aura pas échappé que cette période inclut la crise asiatique de 1998 et la crise TMT 2000-2003 ;
- Un nombre record d'allocataires d'actifs surpondère le monétaire ;
- Les valorisations absolues sont basses. En prenant l'hypothèse que les analystes se trompent et que les résultats 2009 seront 20% plus bas qu'anticipé à ce jour, le PE 2009 du marché européen est encore de 13.3.

Ces facteurs sont probablement de bonnes raisons pour recommander aux investisseurs qui auraient vendu à découvert ou acheté un tracker « bear », d'engranger les bénéfices. Il est possible qu'ils aient de meilleures occasions de « shorter » le marché. En revanche, il manque un catalyste sur les fondamentaux pour espérer miser sur une hausse de manière plus confiante. Le déclencheur le plus évident serait une baisse significative du pétrole.

Nous avons une vision structurellement positive du pétrole à long terme. Nous estimons également depuis plusieurs mois que posséder des certificats sur le pétrole dans un portefeuille diversifié constitue un bon moyen de réduire sa volatilité tout en maintenant son espoir de performance. Néanmoins, prendre la hausse du pétrole comme acquise définitivement serait une erreur. Nous pensons que le pétrole est entré dans une phase de bulle. Toute hausse supplémentaire devient destructrice de demande, alimentant ainsi la baisse qui suivra. En effet, les constats d'une baisse de la demande dans les pays développés se font de plus en plus nombreux. En portant notre regard un peu plus loin, on constate également que la demande des pays en voie de développement, en particulier en Asie, est également moins vaillante. Jusqu'à présent les cours du pétrole et les indicateurs avancés économiques des pays asiatiques ont affiché un certain parallélisme. Ces derniers marquent une nette inflexion depuis quelques semaines.



De plus, jusqu'à récemment, de nombreux pays asiatiques subventionnaient leur demande intérieure de pétrole afin de limiter l'impact de la hausse sur leurs consommateurs et leurs entreprises nationales. Cette décision a été efficace comme en témoigne, par exemple, l'accélération des ventes de 4x4 en Chine. De plus en plus de pays réduisent désormais leurs subventions afin de limiter la dégradation de leurs finances publiques. Ainsi, elles laissent les forces de marché s'exercer sur les acteurs économiques nationaux. Cette décision ne pourra que renforcer le ralentissement de la demande de pétrole.

Par ailleurs, la corrélation entre le pétrole et les marchés d'actions a changé depuis quelques mois. Elle a été positive de 2002 à 2007. La hausse de 160% du pétrole n'a pas empêché celle de 135% du MSCI World entre octobre 2002 et juillet 2007. Elle était le signe d'une économie vigoureuse. Depuis que le pétrole est au-delà des 120\$, la corrélation est négative. Toute hausse supplémentaire du pétrole met le marché action un peu plus à genoux. C'est un signe de plus qu'avec un pétrole à 144\$ le point de douleur est bien atteint.

Dans ce contexte, le rôle de la Chine évolue. Avant 2008, elle était la locomotive économique mondiale. Elle offrait de nouveaux débouchés aux industriels occidentaux et exportait de la déflation. Désormais, elle risque de nous mettre tous KO. Gourmande en énergie, représentant 70% de la demande incrémentale de pétrole, la Chine incite les spéculateurs à acheter des contrats à terme et fait trembler les banquiers centraux face au risque d'un dérapage inflationniste qui les pousserait monter les taux. L'économie mondiale s'en retrouverait sonnée, peut-être en récession. La santé de l'économie chinoise n'est plus une bonne nouvelle pour les marchés d'actions.

Bien évidemment, la prévision des cours du pétrole est délicate en temps normal. Par exemple, le track record des analystes ou des compagnies pétrolières n'est pas brillant. Dans la situation actuelle, c'est encore plus difficile. L'envolée des cours et la situation géopolitique au moyen orient ajoutent à la nervosité des opérateurs.

En résumé, la situation tendue du marché des actions rend plausible un rebond technique. Sans autre motif, à ce jour inexistant, nous ne souhaitons pas tenter d'y participer. Nous préférons attendre une correction significative des cours du pétrole, une inversion de la dynamique inflationniste ou une modification du comportement des banques centrales, en particulier de la BCE, pour acheter de nouveau des actions avec une visibilité moins limitée.

Nous finalisons durant les prochaines semaines notre projet visant à créer la première société de gestion spécialisée dans la gestion de fonds de trackers. Afin de nous y consacrer pleinement la publication de la lettre hebdomadaire fait une pause et reprendra le 18 août. Bien entendu, nous vous informerons des services que nous pourrons rendre aux investisseurs.