



# LA LETTRE DES MARCHES FINANCIERS

## Le lien manquant

Le 18 août 2008

Dans notre dernière lettre (14 juillet 2008, disponible sur le site), nous estimions que les indicateurs techniques laissaient entrevoir un possible rebond. Nous suggérions alors à ceux qui avaient « shorté » le marché de se racheter. Mais nous ne souhaitions pas encore revenir sur les actions. Nous attendions « 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 ». Tout cela s'est produit ou est en train de se mettre en place. Le marché a repris une dizaine de pourcent depuis.

Que faire désormais ? Faut-il encore revenir sur les actions ? Avant de dresser quelques perspectives, revenons sur les raisons du rebond.

Nous anticipions depuis plusieurs mois une baisse du pétrole. Celle-ci a enfin lieu. Les investisseurs ont enfin pris conscience de l'impact du niveau du pétrole sur la demande, tant dans les pays développés qu'émergents. C'est bien évidemment une bonne nouvelle. Si la baisse perdurait, elle redonnerait du pouvoir d'achat aux consommateurs et réduirait la pression sur les marges des entreprises. La baisse du pétrole et des matières premières en général, c'est aussi le signe incontestable du ralentissement économique mondial. Mais en tout état de cause, elle intervient avant le stade où les niveaux de prix atteints auraient entraîné une profonde récession, causée par un effondrement de la demande et une chute de la consommation.

La BCE et la Fed ont adouci leurs discours. La décrue des matières premières y est sans doute pour quelque chose. Elle a réduit les anticipations inflationnistes comme en témoigne la détente des taux longs. La médiocrité des données macro-économiques, en particulier en Europe, a aussi sa part de responsabilité. Le risque que les banques centrales aient à casser l'inflation en cassant la croissance s'éloigne.

De toute évidence, le profil de risque des marchés d'actions s'est amélioré. Mais 2 éléments ne nous permettent pas de considérer que la visibilité s'est définitivement améliorée :

→ Les spreads des obligations des banques ne se sont pas resserrés.

C'est un élément nécessaire pour que la hausse gagne en solidité et s'amplifie. Mais il nous semble trop tôt pour escompter une détente des spreads. Les bilans des banques ne sont pas purgés malgré le travail réalisé. Il y a encore un écart de 150 milliards de dollars entre les provisions annoncées et les capitaux levés. Ce gap doit se réduire pour restaurer la confiance des investisseurs. La difficulté récente pour les banques à lever de nouveaux capitaux va ralentir ce processus.

De plus, l'immobilier américain ne montre pas de signe d'amélioration. Le crédit est toujours d'accès difficile et les taux d'emprunts élevés. Au regard de l'ensemble des informations afférentes au secteur, difficile d'espérer une amélioration des fondamentaux avant le second semestre 2009. Le risque de nouvelles provisions existe.



→ La dynamique macro-économique, en particulier en Europe, demeure source d'inquiétude.

Le « momentum » économique est un frein à la performance des actions. Il jette un doute sur la capacité des entreprises à maintenir leurs marges, encore très élevées d'un point de vue historique. Même si le point d'inflexion, c'est-à-dire le moment où le pire sera derrière nous, est difficile à déterminer, il nous apparaît être encore à venir.

Mais veillons à ne pas confondre les explications des variations passées avec les facteurs susceptibles d'influencer le comportement à venir des marchés. Il est important de ne pas superposer économie et marchés actions. Le second remontera avant que le premier ne se rétablisse. A ce titre, notons que les investisseurs ont désormais « pricé » une économie mondiale peu engageante comme l'indique par exemple la dégradation de la performance relative des bourses des pays émergents, le fort décrochage du « Baltic Dry Index » (indice des prix pour le transport maritime) ou la hausse des emprunts d'états.

Finalement, nous avons peut-être passé un cap. Celui de la prise de conscience de la majorité des investisseurs de la situation. Bien qu'encore en dégradation, la situation a moins de risque de franchement décevoir. Ainsi, au cours des prochains mois, nous rechercherons probablement des fenêtres d'achat plutôt que de vente. Pour cela, nous surveillons nos indicateurs habituels tels que ceux mentionnés ci-dessus ou repris dans nos « lettres des marchés ». Sur des bases purement intuitives, nous dirions qu'elles s'ouvriront sur des niveaux inférieurs à ceux de vendredi dernier.

Régis Yancovici