

## TABLEAU DE BORD

Source Bloomberg	devises locales	Cours	Sept.	2008	2007
CAC 40		4063	-10,0%	-27,0%	1,3%
DJ Stoxx 600		261	-11,1%	-28,6%	-0,2%
S&P 500		1144	-9,1%	-22,1%	3,5%
NIKKEI 225		10938	-13,9%	-28,5%	-11,1%
Asie* (hors Japon)		367	-16,8%	-40,9%	37,1%
Amérique Latine*		2912	-19,6%	-33,8%	46,9%
Monde*		312	-11,2%	-27,2%	5,2%

\* données MSCI

Source Bloomberg	Cours	Sept.	2008	2007
EuroMTS Global	151	0,6%	4,5%	1,7%
Tx à 10ans (zone €)	4,45 %	0,1 pb	-27,1 pb	55,2 pb
CRB Mat. 1ere	440	-3,5%	-7,7%	9,1%
Pétrole (WTI)	94,33	-13,1%	3,2%	35,4%
Or	841	7,0%	0,6%	31,7%
Euro/Dollar	1,39	-2,6%	-5,8%	11,7%
Euro/Yen	105	-3,4%	6,7%	-5,8%

## L'ANALYSE

### LA FIN DU MONDE, NON, LA FIN D'UN MONDE, PROBABLEMENT

Le système financier américain est dans la crise la plus grave depuis la grande dépression de 1929. Des grands noms de la finance font désormais partie de l'Histoire. L'onde de choc n'épargne personne. La confiance, une des bases principales du système financier et de l'économie moderne, a disparu. Le coût du capital devenant prohibitif, chaque établissement de crédit est vulnérable. La situation, chaque jour plus délicate, pousse les autorités à agir. Schématiquement, nous assistons à un arrêt cardiaque de l'économie. Le cœur (la finance) qui envoie le sang (le financement) vers les organes (industrie et services) s'est arrêté. Le massage cardiaque réalisé depuis un an s'est révélé inefficace. L'électrochoc est en cours...

Mais tout le monde n'est pas d'accord sur les soins à apporter. L'idéologie libérale, prônant l'ajustement automatique des forces de marchés s'oppose à une démarche plus pragmatique visant à éviter la crise systémique. L'adoption du plan Paulson et la tenue d'un G4 à Paris ce week-end indique que la seconde approche gagne des partisans. Cela sera-t-il suffisant ?

### QUELS IMPACTS SUR LES MARCHES ?

L'économie est durablement atteinte et pour longtemps sous ce que les économistes appellent « le potentiel de croissance (2,5% en Europe, 3,5% aux Etats-Unis). Mais économie et marchés financiers ne suivent pas des chemins parallèles. Tirer des conclusions noires sur les bourses de la récession en cours est un raccourci que nous ne ferons pas. Les bourses anticipent par nature. Un bear market de cet acabit ne se termine pas sur des bonnes nouvelles mais plutôt sur des faillites. Pour tenter de dresser quelques perspectives, il est essentiel de déterminer dans quelle mesure les investisseurs ont-ils « discounté » la situation :

- La baisse est indiscriminée. C'est une liquidation.
- La volatilité, mesurée par l'indice VIX, a rejoint les sommets atteints au pire moment de la crise en 2002. C'est un signe de panique des investisseurs.
- Les « insiders » (chefs d'entreprises opérant sur leur propre titre) ne sont pas vendeurs, contrairement aux années 2001-2002.
- Il y a énormément de monétaires dans les portefeuilles. Leur rémunération est faible aux Etats-Unis. Elle le sera de plus en plus.

- Le secteur bancaire ne sous performe plus (pas seulement du fait de l'interdiction des ventes à découvert)
- Les secteurs basés sur la thématique « demande des pays émergents » chutent.

Tout cela nous suggère 1/qu'après avoir intégré la crise du crédit, ils prennent conscience de l'ampleur du ralentissement économique 2/que le bear market est tellement ancré, les investisseurs ont peut-être « sur-discounter » la situation à court terme. Ainsi, toute bonne nouvelle pourrait déclencher un rebond. Faut-il encore qu'il y ait une « bonne nouvelle » ! En effet, les marchés pourraient poursuivre leur reculade, et même l'accroître, si le système financier restait paralysé. Ce n'est pas notre hypothèse centrale, mais elle ne peut être complètement écartée. D'autant que des interrogations demeurent au sujet de la réussite du plan Paulson. Suffira-t-il ramener la confiance ?

Bien qu'il constitue une étape majeure sur le chemin du rétablissement, les avis divergent sur son succès et il manque encore des étapes cruciales pour envisager un début de sortie de crise :

- Une baisse coordonnée des taux monétaires (la BCE vient d'ouvrir la porte).
- Une modération du déclin des prix de l'immobilier aux Etats-Unis.
- Une plus grande transparence dans les pertes du secteur financier.

De plus, gardons à l'esprit qu'au-delà ce plan, d'autres actions sont encore possible et probablement déjà prévues : injection d'argent dans le capital des banques, abandon du régime de comptabilisation « mark-to-market » (enregistrement des produits structurés à la valeur de marché), sortie de la planche à billet...

### COMMENT SE POSITIONNER ?

Nous ne souscrivons aux scénarios de « fin du monde ». Notre sentiment est qu'il n'y a pas de système de rechange au capitalisme qui apparaît encore comme le « moins mauvais ». Les autorités vont probablement réussir à remettre le marché du crédit sur pieds, quelqu'en soit le coût. Néanmoins, les séquelles seront durables. Même si les conséquences ne sont pas claires, quelques points paraissent acquis :

- Le plan de sauvetage ne pourra éviter une forte restriction du crédit pour un certain temps. Cela constituera un frein puissant à la croissance économique, en particulier dans les pays développés.
- Ce choc macroéconomique est déflationniste.
- Le sauvetage du système financier poussera les autorités financières à une forte régulation avec le leitmotiv « cela ne doit plus jamais arriver ».

Dans ce contexte, le monétaire et une part d'obligation d'états de la zone euro semble être une bonne couverture. Elles doivent constituer le cœur d'un portefeuille. Les craintes inflationnistes se dissipant, la BCE va devenir plus souple. Selon nous, c'est désormais le risque de déflation qui va devenir préoccupant. Ce contexte devrait également être propice à l'or. L'idée d'un long-short or-pétrole, suggéré dans notre lettre du 25 août dernier (disponible sur le site) a été fructueuse et peut être encore mise en œuvre.

Sur les actions, depuis le mois de juin, nous recommandons la prudence (voir lettre du 16 juin 2008 : « des turbulences à venir ? », disponible sur le site). Nous ne changeons pas de position sur le fond mais nous recommandons d'adopter une attitude plus constructive, en particulier après la baisse de ce jour (-9%) pour ceux qui sont prêts à accepter une volatilité élevée et demeurent peu investis. Nous leur suggérerons de renforcer par petites touches les positions dans l'anticipation d'un rebond d'ici la fin de l'année, ne serait-ce sous l'effet de rachat de short. Plus que jamais, un contrôle du risque serré sera nécessaire pour limiter la baisse dans l'éventualité d'une perte durable des investisseurs dans le système financier. D'une manière générale, et pour reprendre notre analogie médicale, en termes de répartition géographique et sectorielle nous préférons nous positionner au niveau du cœur plutôt que des autres organes sur lesquels on ne mesure pas encore l'effet de l'arrêt de l'irrigation sanguine.

A plus long terme, une gestion réactive s'imposera en l'absence probable de tendance durable.

Régis Yancovici  
Directeur Général Délégué  
Rédigée le 6 Octobre 2008 (à 16h40)