

Flash marchés : les marchés financiers pris dans la tourmente

PAR ERIC TAZE-BERNARD – DIRECTEUR DE LA MULTIGESTION

22 JANVIER 2008

1

La correction sur les marchés d'actions internationaux est en train de prendre la tournure d'un krach. Avec une baisse qui dépasse à présent les 10% depuis le début de l'année pour l'indice S&P500, le marché américain enregistre ainsi le pire mois de janvier de toute son histoire. Cette baisse s'explique par une combinaison d'éléments fondamentaux et techniques.

Des facteurs de redressement de l'économie

Après une phase de 4 ans d'expansion vigoureuse, l'économie américaine est entrée dans une situation de croissance très ralentie. S'agit-il d'une récession ou pas, le PIB américain connaîtra-t-il deux trimestres consécutifs de baisse, la question finalement importe peu tant les statistiques économiques sont susceptibles de larges révisions, parfois après plusieurs années. L'essentiel est que **la dynamique conjoncturelle est devenue clairement négative aux Etats-Unis**, avec une récession immobilière qui se prolonge, un chômage en hausse sensible le mois dernier, un fort repli de l'indice du climat des affaires dans l'industrie, et une consommation des ménages touchée à son tour, comme l'illustre la baisse des ventes au détail en décembre. **La seule question qui compte est plutôt de savoir si une reprise est envisageable avant la fin de l'année.**

A ce sujet, nous sommes plutôt optimistes. D'abord parce que **les leviers habituels de sortie de crise se mettent en place :**

- la Réserve Fédérale ne va pas hésiter à baisser ses taux de manière agressive (50 points de base ce mois-ci, et de nouveau 50 points de base dans les 3 prochains mois) et le plan budgétaire annoncé par M Bush permettra d'injecter environ 1% du PIB sous forme d'allègements d'impôts. Ce **desserrement de la politique économique** devrait commencer à faire sentir ses effets à partir de la mi-2008,
- la baisse du dollar intervenue depuis 2 ans favorise **la réduction des déficits extérieurs**, et rééquilibre donc la croissance américaine vers les exportations, au détriment de la demande intérieure,
- l'ajustement de l'offre productive, du côté de l'équipement des entreprises et des stocks, sera modeste par rapport aux cycles passés, car on part d'une situation de stocks bas et de bilans très sains des entreprises,
- enfin, le **retournement de l'immobilier résidentiel date maintenant de 2 ans**, les indicateurs tels que les ventes et les mises en chantier de logements retrouvent leurs plus bas niveaux depuis 20 ans, ce qui laisse espérer, sans parler de stabilisation, au moins un ralentissement prochain de la dégradation.

Les marchés devraient donc être rassurés de constater que **l'économie américaine tient le choc, sans s'effondrer**, même si l'on peut anticiper une croissance durablement modeste en raison d'un nécessaire effort de désendettement des ménages.



Eric Tazé-Bernard
Directeur de la Multigestion
INVESCO Asset Management

Flash marchés : les marchés financiers pris dans la tourmente

PAR ERIC TAZE-BERNARD – DIRECTEUR DE LA MULTIGESTION

22 JANVIER 2008

2

On ne devrait donc pas assister à un effondrement des bénéfices des sociétés. Certes, les prévisions actuelles des analystes, qui retiennent une progression des résultats de l'ordre de 15% en 2008 aux Etats-Unis, sont nettement trop optimistes et devront être revues à la baisse. Pourtant, même si l'on observe finalement une baisse des résultats de 5 à 10%, le marché américain est valorisé sur la base d'un rapport cours/bénéfices d'environ 15, inférieur à la moyenne historique et très attractif par rapport aux taux d'intérêt. Le diagnostic est le même sur les marchés européens : après la violente correction du début de l'année, les marchés d'actions apparaissent ainsi clairement sous-évalués.

Un pessimisme extrême

Reste alors l'explication technique. La chute des cours s'explique en effet non seulement par la révision à la baisse des anticipations économiques mais également par **un mouvement de capitulation d'investisseurs qui se sont mis à anticiper le pire** ou qui, dans le cas de certains investisseurs institutionnels, se trouvent en situation de vente forcée : gérants de fonds subissant d'importants rachats, compagnies d'assurances soumises à des contraintes de rating minimum, qui doivent se débarrasser de titres dégradés, obligations ou CDOs, et qui désensibilisent l'ensemble de leur portefeuille.

On assiste ainsi à **un déboucement généralisé de positions à effet de levier** prises par différents acteurs du secteur financier, dont l'ampleur et les conséquences sont encore difficiles à mesurer. Cette nouvelle phase de la crise du crédit entamée l'été dernier pourrait à son tour se répercuter sur l'économie, entraînant une purge qui affecterait cette fois, après le secteur du logement, l'immobilier non-résidentiel, le crédit à la consommation. Comme toujours sur les marchés financiers, il faut passer par une phase de peur extrême avant la réalisation que le pire scénario n'est pas le plus sûr, et que les indices ne retrouvent leur équilibre. Force est de constater qu'aujourd'hui le climat de pessimisme est extrême, et que la brutalité de la phase actuelle de capitulation porte en elle les germes **d'un rebond qui interviendra plus rapidement qu'on ne l'anticipait.**

Quelle stratégie face à la crise ?

Comment réagir dans ce contexte ? Si l'on croit à un scénario de déflation généralisée et de crise durable du crédit contaminant tous les secteurs de l'économie, il n'est pas trop tard pour vendre les positions en actions. La réactivité des politiques économiques et notre perception que les mauvaises nouvelles sont déjà largement intégrées par les marchés nous conduisent toutefois à ne pas retenir un tel scénario. Dans ce cas, et même si la direction des cours est imprévisible à court terme, **nous considérons que les marchés d'actions offrent des opportunités d'achat attractives à un horizon d'un ou deux ans.** Nous croyons que la dynamique qui a conduit à une surperformance des marchés émergents, des matières premières, des secteurs cycliques depuis plusieurs années a été cassée, et **qu'il faut durablement privilégier les actifs de qualité : grandes valeurs de croissance, secteurs de la santé, de l'énergie, de l'alimentation.** L'Asie développée devrait également continuer à tirer son épingle du jeu, mais il faut y privilégier les secteurs tournés vers la demande intérieure plutôt que les valeurs exportatrices.

Flash marchés : les marchés financiers pris dans la tourmente

PAR ERIC TAZE-BERNARD – DIRECTEUR DE LA MULTIGESTION

22 JANVIER 2008

3

Les portefeuilles doivent enfin continuer à être bien diversifiés vers d'autres classes d'actifs :

- les obligations, même si elles sont chères, conservent un bon potentiel de réduction du risque dans les phases de correction boursière. Les titres indexés offrent par ailleurs une protection intéressante contre le risque de redémarrage de l'inflation.

- **les devises émergentes sont appelées à se revaloriser** sous l'effet de politiques monétaires plus restrictives que dans les pays développés, face à une forte croissance et des pressions inflationnistes persistantes. Les fonds de dette émergente en devise locale permettent de jouer ce thème.

- **le dollar, contrairement aux anticipations consensuelles, devrait se raffermir** contre l'Euro qui n'a encore été que peu impacté par la dégradation de la situation européenne, les investisseurs se concentrant jusqu'ici sur les problèmes américains. Ceci plaide pour la diversification internationale hors Europe.

- **la gestion alternative**, qui sort renforcée de la crise financière, constitue également un bon vecteur de diversification.

Ce document est uniquement destiné aux clients professionnels, et n'est pas pour l'usage des clients non-professionnels.

Les opinions exprimées dans ce document sont celles d'Eric Tazé-Bernard, Directeur de la multigestion de INVESCO Asset Management. Ces opinions peuvent changer sans préavis. Ce document contient des informations générales uniquement et ne prend pas en compte des objectifs individuels, des situations fiscales, ou des besoins financiers. Par ailleurs, il ne constitue ni une proposition d'investissement ni une autre forme de conseil aux investisseurs. Ce document est basé sur des informations considérées comme fiables par INVESCO Asset Management. Néanmoins, INVESCO Asset Management ne peut s'engager sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations, et sa responsabilité ne peut être engagée pour toute décision prise sur le fondement de ces informations. Les opinions et prévisions exprimées dans ce document représentent le sentiment de INVESCO Asset Management au jour de son édition. Ces opinions et prévisions de INVESCO Asset Management peuvent être modifiées sans préavis de notre part. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Ce document n'est pas une invitation à souscrire des actions d'un fonds ou une offre pour la souscription ou la vente d'un instrument financier. Pour tout investissement, il y a des risques associés à cet investissement. Ce document est diffusé à titre d'information uniquement. Les services de gestion d'actifs sont proposés par INVESCO conformément aux législations et réglementations locales applicables. Pour tous renseignements, contactez le service client de INVESCO Asset Management SA au 01.56.62.43.77 ou connectez-vous sur www.pro.invesco.fr. Ce document est publié en France par INVESCO Asset Management SA, 18 rue de Londres, 75009 PARIS.

Rédigé le 22 janvier 2008

