

Anne, ma sœur Anne...

Après une année 2008 qui aura décliné le négatif au superlatif, il est difficile d'échapper à l'interrogation rituelle sur ce que réserve l'année qui s'ouvre. Dans une ambiance globalement morose et parfois anxiogène, avec la remontée brutale du chômage, l'espoir diffusé par les politiques et les économistes d'une amélioration progressive au second semestre s'oppose à l'inquiétude du public et des marchés, puissamment relayée par les médias. Les répercussions du séisme financier sur fond de géopolitique très incertaine perturbent fortement la prévision et laissent craindre une remise en ordre laborieuse.

Disons-le d'emblée : la patience est recommandée aux agents économiques, comme consommateurs mais aussi comme épargnants. **Le retour à meilleure fortune économique est encore assez lointain** et tant qu'il n'est pas décelable, une reprise boursière significative ne peut se développer. Pour autant, l'avenir n'est pas bouché jusqu'à l'extrême horizon comme l'annoncent bon nombre de commentateurs sans doute traumatisés par le collapsus des bourses : deux tiers de baisse en un an à Moscou ou Pékin, plus de 40% à Paris et en Europe, et même à Tokyo qui avait pourtant pris de l'avance, 35 % à Wall Street

Le ralentissement actuel peut se comparer à la circulation sur autoroute : quand les voitures de tête (le consommateur final) freinent, les suivantes (fournisseurs, intermédiaires, producteurs) répercutent ce mouvement avec de plus en plus de vigueur et, en amont (industries de base, produits bruts), se retrouvent à l'arrêt complet, avec parfois des accidents. Mais au bout d'un délai variable, l'ensemble se remet à avancer plus ou moins vite.

Nous sommes actuellement au coeur de cette première phase : plus on observe **en amont de la chaîne de production**, plus **le freinage est violent**, se traduisant par des reculs de commandes et arrêts de production spectaculaires : -20, -30 , -50% Les flux du commerce international se contractent, car la préférence domestique est toujours grande en période difficile ; et le Baltic Index du fret international, déjà cité dans ces chroniques, révèle une division par 14 (!) du coût de la location d'un vraquier depuis l'été.

Extrapoler durablement des chutes de cette envergure n'est guère concevable. Celles-ci s'expliquent par la volonté d'éviter à tout prix le gonflement des stocks en cette période d'argent rare, amplifiée par l'inquiétude née de la baisse continue des indicateurs. Mais l'activité a pour objet de satisfaire les besoins finaux, et ceux-ci ne sont que modérément flexibles, du moins en temps de paix ; les remplacements, les achats peuvent être retardés, mais marginalement annulés. Malgré les pertes d'emploi du moment, comme les prix tendent à baisser, le pouvoir d'achat disponible est plus ou moins stable. La demande finale n'a pas de motif technique de s'effondrer.

Certes, la confiance manque et l'heure est davantage à la reconstitution des encaisses qu'à la dépense ; pour autant, on peut avancer que les réductions de toutes sortes ne vont pas rester longtemps d'une telle intensité. En dépit d'un environnement exécrationnel, les éléments d'un redressement se mettent lentement en place : baisse du prix des actifs, voire des biens, dégrèvement des taux, dégel du crédit et surtout les divers plans de relance partout dans le monde dont il serait déraisonnable de négliger l'addition monstrueuse, qui posera des problèmes ultérieurs mais va exercer une inévitable stimulation. Toutefois, le désordre est si grand que cela prendra du temps, probablement plus qu'il n'est couramment anticipé : **une reprise au second semestre 2009 reste un objectif optimiste.**

Le comportement récent des marchés financiers porte nettement la trace de ces incertitudes. Favorisée par l'écroulement des taux par les banques centrales, la liquidité interbancaire se dégèle, mais à un rythme très lent. Dans une recherche de sécurité exacerbée par l'affaire Madoff, les investisseurs se sont rués sur les obligations d'état, dans ce qui pourrait ressembler aux prémices d'une nouvelle bulle. Depuis trois mois, les actions ne baissent plus vraiment, mais oscillent à un niveau bas avec une volatilité toujours élevée.

La poursuite de ces tendances est vraisemblable quelque temps encore. Il faudra plusieurs mois, voire trimestres, de rendement dérisoire sur les produits sans risque pour que leurs détenteurs envisagent de s'aventurer en-dehors de ces havres de sécurité. Les

titres d'état vont rester soutenus encore dans un premier temps, car la sagesse des prix de détail (qui vont avoisiner la stabilité en 2009) compensera la modestie du coupon ; fondamentalement toutefois, la seconde partie de l'année, marquée par le début des émissions nouvelles résultant des plans de relance massifs, exercera une tension sur les taux ; d'autre part –mais nous n'en sommes pas encore là- une remontée de l'inflation accompagnera probablement, à terme, l'amélioration économique et le dénouement des opérations 'non conventionnelles' des banques centrales. Dans l'immédiat, **les fonds en euros des contrats d'assurance vie devraient encore être une bonne affaire en 2009**, assurant une rémunération exceptionnelle de l'épargne en termes réels.

L'or est une des principales interrogations du moment. Nous ne croyons guère aux prévisions d'une « explosion » du cours de l'or liée à la méfiance généralisée et au désordre économique. L'or s'oppose à l'érosion monétaire et celle-ci n'est pas d'actualité en 2009 au moins ; mais les perspectives de futures émissions massives peuvent apporter un soutien à son cours dès cette année et le placement apparaît peu risqué. Les mines d'or qui se sont effondrées l'an passé ont, selon nous, de meilleures chances de redresser la tête au cours des prochains trimestres.

Les cours des actions restent fébriles mais un peu moins sensibles récemment aux nouvelles, le plus souvent négatives, émanant des sociétés ou de l'environnement. On peut y voir le signe que la chute des cours a devancé celle de l'activité, pour s'arrêter à un stade où de très importants reculs de profitabilité sont déjà attendus. Sauf à ce que nous sous-estimions encore la baisse d'activité, nous ne voyons plus guère qu'un écueil majeur sur la route des actions ces prochaines semaines : la divulgation des comptes 2008, que nous attendons décevants, d'abord parce que l'exploitation du 4^{ème} trimestre a partout été très difficile, ensuite parce qu'ils auront été chargés, le plus souvent, des provisions et frais de restructuration à engager en 2009. Déterminer jusqu'à quel point cette attente est déjà anticipée par le marché est toutefois délicat : les divulgations des comptes d'un exercice que l'on sait « perdu » n'entraîneront pas systématiquement de baisse supplémentaire. Mais en tout état de cause, **le redressement de la cote des actions passe par l'arrêt de la détérioration économique** d'abord, et des espérances de remontée des profits ensuite. Ce temps n'est pas encore arrivé.

L'actionnaire achète une hausse des bénéfices futurs ; le détenteur d'obligation, quant à lui, se satisfait de l'absence de défaillance de l'emprunteur. Ceci explique l'intérêt actuel pour les obligations d'entreprises, que la panique des mois précédents a envoyé à des niveaux suspectant un taux de faillite extrême et hautement improbable. On peut actuellement s'intéresser à cette classe d'actifs, qui offre un rendement en euro double de celui des emprunts d'état avec un risque très raisonnable s'il est mutualisé dans un fonds.

Achévé de rédiger le 14/01/2009

Christian Chardin
Economiste

Les analyses et recommandations ci-dessus n'ont qu'un caractère informatif et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de ses auteurs. Les investisseurs demeurent entièrement maîtres et responsables de leurs décisions d'investissement et de gestion. Ils reconnaissent assumer et supporter l'intégralité des risques financiers liés à leurs investissements.

L'investissement en SICAV/FCP est un investissement qui ne comporte aucune garantie, ni de rémunération ni de capital.

« LES PERFORMANCES PASSES NE PREJUGENT EN RIEN DES PERFORMANCES FUTURES ET NE CONSTITUENT EN RIEN UN ENGAGEMENT DE REMUNERATION.