

Emoi, émoi, émoi

Crise, marchés : où en est-on ?

La crise bancaire extrêmement profonde et les signes de plus en plus visibles d'un fléchissement économique génèrent depuis quelques semaines une inquiétude grandissante, dont l'effondrement boursier universel est la conséquence la plus spectaculaire. L'appréciation de la situation, traitée par les médias grand public sous l'angle du sensationnalisme, réclame bien au contraire de prendre du recul, de s'en tenir aux chiffres, de tirer les enseignements des précédents historiques. Ceci permet d'évacuer l'émotion préjudiciable à l'analyse et de relativiser le jugement.

L'évolution économique est mauvaise, en ce sens que le ralentissement touche tous les pays. Mais la vision au travers du prisme occidental est particulièrement déprimante, car ici l'activité décroît, alors que la croissance, bien qu'affectée par la chute de la demande des pays riches, continue ailleurs à un rythme substantiel. On peut arguer qu'il s'agit d'un effet retardé et que cette tendance ne durera pas. Nous n'étions pas adeptes de la thèse du 'découplage' économique et nous l'avons écrit, mais ceci n'induit pas la disparition de toute expansion. Par le biais des déficits accumulés par l'Occident et de la fantastique envolée des produits bruts ces dernières années, il s'est produit un **gigantesque transfert de richesses** à l'échelle du monde, et les pays qui en sont bénéficiaires disposent fréquemment de très importantes réserves leur permettant de financer leur expansion, ce que l'on voit aujourd'hui. Si la prévision pour le monde industrialisé est détestable, celle pour l'ensemble du monde avoisine, après les récentes révisions, **3% de croissance**. Parler de récession mondiale est au moins prématuré ; comparer la situation actuelle à celle de 1929 relève d'une mauvaise appréciation : on assista alors à des chutes de PNB supérieures à 10%. Le monde a changé, et l'économie ne se résume plus aux pays riches –et vieillissants. D'importants facteurs de résistance sont apparus. La prise de conscience dans le vieux monde n'en est peut-être pas suffisante.

Les bourses, maintenant. Elles viennent de signer la semaine dernière un effondrement sans précédent historique (-22.16% à Paris) en un si court laps de temps, après déjà des trimestres d'affaissement. Bien entendu, ceci affole les investisseurs, qui se demandent s'il existe un niveau où s'arrêtera la fonte, et n'ont plus toujours le courage de l'attendre.

Donner aujourd'hui un objectif de cours ou d'indice est sans objet : d'abord, l'expérience récente incite à l'humilité, dont la nôtre, mais surtout le comportement des bourses démontre le **caractère irrationnel des valorisations**. Sans rationalité, pas de prévision possible. Quel élément nouveau justifie la perte de valeur de moitié de nombreux groupes industriels en quinze jours (nous ne parlons pas ici des financières à la problématique spécifique) ? En fait, les marchés d'actions sont en

partie victimes de leur liquidité, qui demeure large alors que le marché interbancaire, source majeure des problèmes du moment, est quasiment gelé : les opérateurs à la **recherche de liquidités à tout prix** savent pouvoir les trouver ici.

Les actions en Europe affichent des multiples de résultats de 7.5, des rendements de 6% en moyenne avec de nombreux cas vers 8%, des cours souvent inférieurs aux fonds propres ou à l'actif net. Ces chiffres comportent déjà une révision en baisse du consensus des analystes, encore bien trop haut selon nous –mais en cours d'abaissement accéléré, ce qui est d'ailleurs un facteur de chute des actions par la faute d'un flux d'informations très négatif. Dit autrement, les marchés suggèrent, au niveau du 10 octobre, que les bénéfices et les dividendes n'augmenteront plus du tout à terme de dix ans.

On peut donc considérer que **la prime de risque* se situe à un niveau jamais atteint**, dans la mesure où le rendement obligataire se situe (fait sans précédent depuis l'avant-guerre de 1914 !) largement en-dessous de celui des actions. Voir les investisseurs plébisciter la dette d'Etat qui ne leur assure même plus, ou à peine, de couvrir la dépréciation monétaire, au détriment d'actifs à un prix fortement déprécié et bien plus rémunérateurs en dit long sur le degré d'angoisse du marché, prêt à payer **très cher pour la garantie du capital**.

Cette situation se normalisera, lentement sans doute, avec des regains de volatilité. Mais l'aspect paroxystique et inquiétant du moment n'est qu'une parenthèse à l'échelle d'un placement en actions. L'angoisse qui étreint les marchés diminuera avec l'accumulation des mesures que prendront les gouvernements...non que nous leur fassions une confiance aveugle, mais leur implication et leur concertation sont sans commune mesure avec le chacun pour soi, chacun chez soi qui a caractérisé la grande crise des années 30. Déjà en pratique, les dépôts sont garantis dans la plupart des pays ; demain au besoin, il en sera de même de l'épargne chez les assureurs. Nous n'approuvons pas sans réserve les mesures actuelles, qui représentent souvent un pis-aller ; notamment nous nous interrogeons sur la qualité à terme de l'argent qui pourrait être diffusé en exercice de cette garantie si elle était exercée ; mais c'est là un autre débat. La situation est exceptionnelle et appelle des mesures qui le sont autant. Des décisions sont et seront prises, qui autoriseront progressivement un **regard moins émotionnel** sur les marchés, préalable **indispensable à leur stabilisation** et à la correction de leurs excès baissiers. Restera alors à surmonter le ralentissement économique le plus prononcé de l'après-guerre, ce qui n'ira pas sans quelques secousses...

Achévé de rédiger le 13/10/2008

* la prime de risque, rappelons-le, représente le surcroît de rendement (dividendes + plus-values) exigé par un investisseur (ici en actions) par rapport au taux sans risque défini par le rendement des emprunts d'Etat