

Gestion Privée

Mars 2007

Conformément à nos anticipations¹, les marchés boursiers ont connu dans la dernière semaine de février une forte correction (-7,7 % pour le CAC).

Quelques jours auparavant, et comme pour justifier le faible niveau observé de la prime de risque, plusieurs analystes bancaires et financiers défendaient encore la pérennité d'un modèle « économique parfait » reposant sur une inflation auto maîtrisée par la mondialisation, une croissance mondiale soutenue, et une augmentation continue des taux de profits des entreprises ...

Après le violent mouvement de repli des indices, ces mêmes analystes jugeaient –*mais a posteriori*– la sévère correction comme une baisse technique et salutaire des marchés financiers... devant être mise à profit pour renforcer les positions sur les marchés actions !

**A-t-on assisté à une simple baisse technique et salutaire des marchés actions ?
Le faible niveau de la prime de risque est-il dorénavant justifié ?
Les risques sont-ils désormais correctement évalués par les marchés financiers ?**

Je ne le pense pas : la correction boursière a eu comme seul mérite de permettre aux investisseurs de prendre plus fermement conscience de la multitude de risques qui encadrent les marchés financiers, à savoir :

- le marché ne doit pas oublier le risque de ralentissement américain résultant d'une forte correction du marché immobilier :

Les événements de la semaine passée ont rappelé l'acuité de ce risque.

Le déséquilibre immobilier s'est jusqu'à présent matérialisé par une réduction des investissements résidentiels. Du côté des prix, la correction ne fait que débiter : si depuis 1 an, les prix moyens des logements résidentiels n'ont baissé que de 1,5%, le stock dorénavant atteint de 4 millions de maisons neuves invendues outre-Atlantique devrait accélérer le processus de baisse des prix, phénomène amplifié par la crise sur les prêts hypothécaires à haut risque² et par le durcissement des conditions de crédit³.

La poursuite de la baisse des prix immobiliers, conjuguée à la hausse du prix des matières premières devrait affecter la consommation des ménages jusqu'à présent épargnée grâce à la bonne tenue des valorisations boursières. Un ralentissement trop marqué de la croissance par la baisse de la consommation des ménages (60% de la croissance du PIB) emporterait avec lui l'industrie américaine qui donne déjà des signes de ralentissement (*métallurgie, automobile*).

Egalement, compte tenu de la titrisation de la dette qui a fait la fortune des banques d'investissement ces dernières années, la crise des crédits hypothécaires qui affecte les Etats-Unis pourrait avoir de lourdes conséquences dans la sphère financière internationale.

- les risques liés à l'excès de liquidités se sont considérablement amplifiés ces trois dernières années :

Les pays émergents ont accumulé d'importantes réserves de change⁴, les entreprises se sont largement désendettées, et la sophistication des produits financiers permet de démultiplier les prises de risques. Cet excès global d'épargne a favorisé la baisse des rendements obligataires, et a conduit les investisseurs à rechercher des rendements toujours plus attrayants. La conséquence directe de cet afflux de capitaux a été la perception d'une sous-évaluation généralisée du risque, les promesses de gains l'emportant d'autant plus facilement sur toute autre analyse que le coût de la dette reste peu élevé :

⇒ En Europe, les commissions de financement sur les opérations de LBO⁵ ont été multipliées par 9 depuis 2000, pour atteindre 2,24 milliards de dollars en 2006.⁶ ;

⇒ Les masses de capitaux gérés par les Hedge funds⁷ sont passées de 39 milliards de dollars en 1990 à 1.430 milliards de dollars fin 2006 ;

¹ cf : *Perspectives financières du 30/01/07 – Point Marchés du 22/02/07.*

² *Subprime mortgage.*

³ *Le 5 mars, les autorités bancaires américaines ont mis en garde les spécialistes du crédit immobilier sur la forte remontée du risque chez les clients les moins solvables : le même jour, le spécialiste du crédit immobilier New Century Financial annonçait ne plus pouvoir faire face à toutes ses créances...*

⁴ *Plus de 2.500 milliards de réserve pour les seules banques centrales asiatiques.*

⁵ *Leverage Buy Out : investissement associant un effet de levier par la dette.*

⁶ *La Tribune – 6 mars 2007*

⁷ *Ces fonds spéculatifs tirent leur originalité de l'utilisation de techniques d'investissement interdites aux autres fonds de placement comme le recours à l'emprunt ou le prêt/emprunt de titres.*

⇒ Portés par les opérations de carry trade⁸, les mouvements de négociation sur le marché des changes s'élèvent chaque jour à plus de 3.000 milliards de dollars contre 500 milliards en 1990. Les marchés financiers et les pays se retrouvent exposés au risque d'un renversement soudain des flux financiers : un tel retournement avait conduit en octobre 1998 à une chute de 15% du dollar américain en 4 jours.

Quel scénario économique privilégié pour la fin 2007 ?

Les corrections boursières de mai 2006 et de février 2007 reflètent le déséquilibre entre l'épargne mondiale et les investissements réels : l'ajustement de ce déséquilibre passera par un rééquilibrage de la croissance mondiale, à savoir un ralentissement de la consommation américaine qui pourrait être compensée par la reprise des investissements dans le G7 et un développement de la consommation et de l'investissement en infrastructure dans les pays émergents.

Quel scénario tactique privilégié pour le CAC d'ici la fin 2007 ?

Dans un contexte de rééquilibrage de la croissance mondiale, nous conservons notre scénario de ralentissement des taux de profits des entreprises marqués par le recul de la marge opérationnelle et la baisse du rendement de leurs fonds propres : le taux de progression des valorisations boursières s'en trouvera affecté et progressera dans un environnement plus volatile dans les mois à venir.

Depuis le bas de la correction à 5.325 points, nous avons assisté à une rapide reprise technique du CAC jusqu'à la résistance de 5.540 points.

Dans un contexte de ralentissement marqué aux USA, nous pensons que peu d'arguments plaident actuellement pour un retour rapide du CAC sur ses plus hauts de l'année et envisageons davantage une nouvelle correction vers les 5.050 points qui constituerait un signal d'achat fort avec un objectif maintenu à 6.000 points pour la CAC à la fin 2007.

Dans un tel contexte d'instabilité et de retour de la volatilité sur les marchés financiers, je vous renouvelle tout l'intérêt d'adopter cette année une démarche à la fois plus réactive et plus prudente sur vos portefeuilles et/ou contrats d'assurance-vie en privilégiant notamment la diversification de vos encours sur des supports d'investissements offrant une performance optimisée et sécurisée de vos gains en 2007.

Je reste à votre disposition pour faire un bilan sur la situation de vos encours et vous accompagner dans le cadre d'une réflexion globale et stratégique d'investissement sur la sensibilité de l'ensemble de vos placements.

Achevé de rédiger le 12 mars 2007

⁸ *Emprunt puis vente de Yen au profit de devises à rendement plus élevé : notamment le dollar US, mais aussi le dollar canadien, le dollar néo-zélandais, ou encore le rand sud-africain.*