



## Le Baromètre des Marchés

- Mai 2009 -



Comme la nature au printemps, les marchés financiers reprennent des couleurs. Les publications fleurissent et nous montrent un jour qui cesse de s'assombrir.

Les résultats des « Stress Test » sur le secteur bancaire US prévus par le plan Geithner font ressortir des besoins en recapitalisation du secteur financier beaucoup plus faibles (et une reconstitution des marges opérationnelles).

Les publications des résultats du premier trimestre sont globalement en ligne avec les attentes des analystes.

Les investisseurs, longtemps privés de lumière reviennent sur le marché.

Pourtant, de nombreuses incertitudes demeurent...

François Jubin  
Actuaire

**witAm**

[www.witam.fr](http://www.witam.fr)

31, rue des Poissonniers 92200 Neuilly-sur-Seine

61, rue de la République 69002 Lyon

tel. 01 55 62 00 80

tel. 04 78 92 94 31

fax. 01 55 62 00 81

fax. 04 78 92 96 21

---

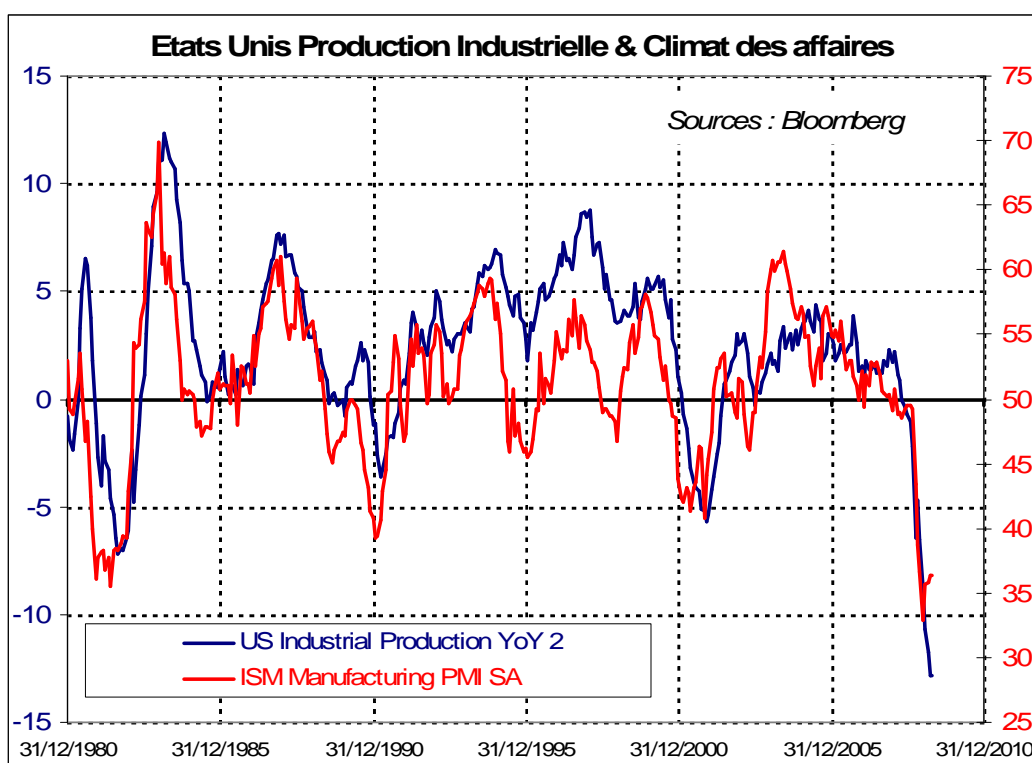
SARL au capital de 20 200 € - SIREN 404 526 832 RCS Nanterre - Siège social : 31, rue des Poissonniers à Neuilly-sur-Seine (92200) - TVA intracommunautaire n°FR 25404526832 - Société de courtage d'assurance enregistrée à l'ORIAS sous le n° 07 001 561 [www.orias.fr](http://www.orias.fr) - Activité de démarchage bancaire et financier n°2050840051VB - Conseiller en investissements financiers référencé sous le n°A046300 par la Chambre des indépendants du patrimoine, association agréée par l'Autorité des Marchés Financiers – Adhérent de la Chambre des indépendants du patrimoine - Garanties financières et assurance de responsabilité civile professionnelle conforme aux articles L 541-3 et L 341-5 du code monétaire et financier et L 530-1 et L 530-2 du code des assurances (COVEA-RISKS n°112.786.342)

## I. Accalmie sur les marchés

On pensait avoir fait le plus dur en 2008. Mais un peu plus de deux mois auront suffi pour que les marchés actions chutent de 20% supplémentaires avant de rebondir pour revenir fin sur le niveau du début 2009. Par rapport au plus haut de juin 2007, la chute sur les actions européennes aura atteint 58% (le 9 mars 2009).

Inutile de chercher une explication du côté des valorisations. On le sait, les ressorts de cette crise sont avant tout macroéconomiques : désendettement massif des ménages et restructuration (nationalisation) du secteur financier entraînant une perte de confiance de l'ensemble des acteurs.

Cette situation, inédite, engendre de manière endogène une spirale récessionniste : les entreprises réduisent la dépense (déstockages, suppressions de postes), le chômage augmente, la consommation est impactée, les perspectives d'activité des entreprises se dégradent et en retour elles réduisent la dépense, etc. Cet enchaînement est classique. Il se distingue aujourd'hui par sa virulence (cf graphique ci-dessous).



A date, la chute des marchés actions semble s'être arrêtée. Les initiatives de politique économique et leur coordination semblent avoir rassuré les marchés pour un temps. Le rebond touche principalement les valeurs financières et cycliques, celles là même qui avaient subi les pertes les plus importantes (supérieures à 70%).

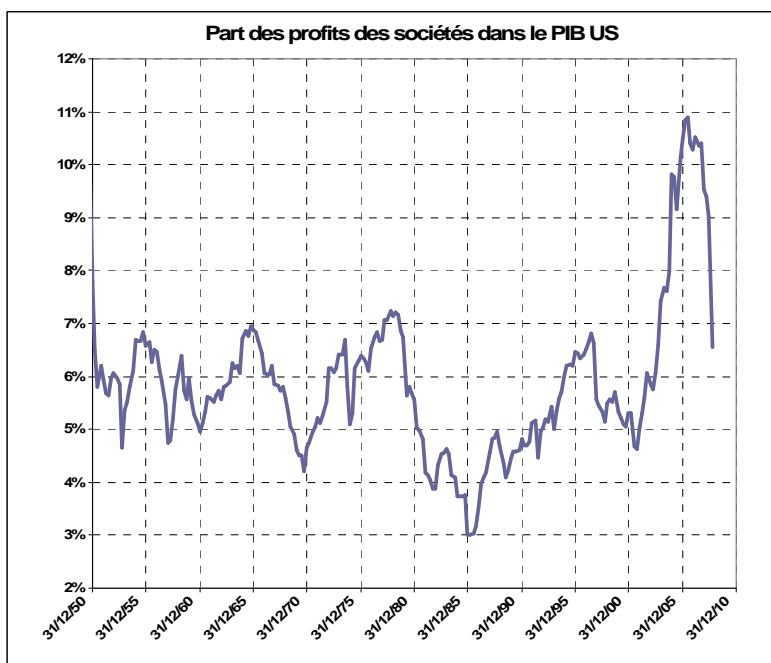
La stabilisation des indicateurs économiques –même à des niveaux dégradés- est accueillie par les marchés comme une bonne nouvelle.

En fonction de ces mouvements les taux long Etat zone Euro oscillent autour de 3.25% sur 10 ans. L'euro contre se maintient autour de 1.33 dollar.

## II. Perspectives

Avons-nous touché le fond ? Le rebond actuel est-il durable ? Il est bien évidemment impossible d'apporter une réponse catégorique à cette question. On peut néanmoins tenter de faire ressortir les points essentiels de la dynamique économique et financière actuelle :

- L'orthodoxie budgétaire a volé en éclat dans bon nombre de pays pour prendre le relais de la dépense privée. Les déficits budgétaires dépasseront les 5% voire les 10% du PIB pour relancer l'activité.
- Les banques centrales ont également adopté des politiques visant à contrecarrer la restriction des crédits bancaires, d'une part, en baissant leur taux d'intervention et, d'autre part, en élargissant les solutions de refinancement d'actifs (*quantitative easing*) pour les banques.
- Ces opérations s'effectuant de manière coordonnée à travers le monde, leur efficacité devrait être accrue.
- Le FMI estime néanmoins que le montant des pertes liées aux dépréciations d'actifs subies par les banques, assurances et fonds de pensions devrait dépasser 4 000 Milliards de USD en 2010 dont 2400 pour le secteur bancaire. A ce jour, un peu plus de 1000 Milliards ont été provisionnés dans les banques. Le rétablissement des équilibres sera long et deux prix Nobel (Stiglitz et Krugman) ont exprimé leur réserve quant au rachat des actifs toxiques des banques.
- Aux vues des mouvements de destockage et de réduction d'effectifs, on mesure que les entreprises se sont adaptées au contexte de crise. Mais qu'advient-il si l'activité venait encore à se dégrader au cours du second semestre 2009 appuyant encore sur la spirale déflationniste ?
- A l'issue de la crise, la croissance économique potentielle mondiale devrait être significativement plus modeste que celle nous avons connue en raison, notamment, de la nécessité de réduire le niveau d'endettement de nos économies.
- En conséquence, les actionnaires, qui avaient largement bénéficiés du dernier cycle de croissance devront patienter avant de connaître de nouvelles progressions bénéficiaires. La remontée des PE pourrait s'opérer par une baisse durable des profits par rapport aux niveaux atteints en 2007.
- Ce dernier point reste cependant en contradiction avec les attentes des analystes qui estiment que la chute des profits en 2008 (-40% pour les actions européennes) devrait en partie être rattrapée sur les exercices 2009 (+20%) et 2010 (+15%).



### III. Quelle stratégie pour les investissements ?

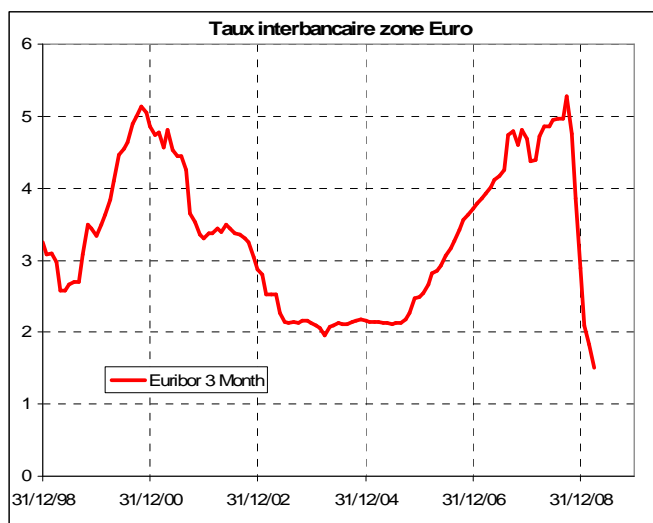
Les investissements en actifs garantis des compagnies d'assurance et/ou en monétaire ont offert, pour un temps, un refuge aux investisseurs.

La baisse des taux monétaires (moins de 1% de rendement pour les OPCVM monétaires) vient disqualifier ces investissements pour les périodes à venir.

Les fonds garantis font encore illusion en raison de leur mécanisme comptable, mais les taux 2009 et futurs devraient s'inscrire en baisse significative et converger vers les taux monétaires.

L'investissement sur les marchés actions sera délicat à opérer malgré la baisse des valorisations.

- Au gré du déroulement de la crise économique la volatilité sur les marchés actions devrait rester élevée en 2009. Cette volatilité est également perceptible à travers les primes d'option et les spread de crédits.
- Les bénéfices des entreprises sur les dix dernières années ont principalement été réalisés au prix d'un accroissement de leur part dans le PIB. Ils ne peuvent servir de niveau de référence. La remontée des PE pourrait s'opérer par une baisse durable des profits par rapport aux niveaux atteints en 2007.
- Les économies en développement bénéficiant de réserves de change importantes et de capacités à accroître l'endettement public et privé devraient être mieux positionnées pour profiter du prochain cycle de croissance économique.



En revanche, il ne nous semble peu probable que les difficultés économiques présentes conduisent à une faillite massive des entreprises qui ruinerait les créanciers. En conséquence, nous estimons que les rémunérations courantes sur les obligations d'entreprise permettront de financer largement la montée des défauts<sup>1</sup>. Ces primes de risque tiennent davantage à une carence dans l'organisation du marché obligataire (fermeture des book bancaires et de fonds alternatifs, marché intermédié par des market maker sans chambre de compensation) qu'à une augmentation sans précédent des futurs défauts. Les taux de rendement actuels devraient permettre d'amortir largement la hausse des taux de défaut.

Eléments favorables	Eléments défavorables
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Les niveaux de valorisation des actions (PER et prix sur actif/net) sont historiquement faibles.</li> <li>• Les statistiques économiques donnent des signes de stabilisation de l'activité.</li> <li>• Les politiques économiques (budgétaires et monétaires) devraient produire leurs effets.</li> <li>• Les portefeuilles des investisseurs sont aujourd'hui sous investis.</li> <li>• Les taux de rendements sur les obligations privés sont attractifs.</li> <li>• A contrario, la baisse des rendements monétaires devrait inciter les investisseurs à s'orienter vers des actifs plus ou moins risqués.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La diminution de l'endettement des ménages et des entreprises dans les économies développées devrait structurellement peser sur l'activité économique dans les années à venir.</li> <li>• Le cycle économique sera long à inverser. La reprise pourrait être décalée dans le temps et s'avérer modeste.</li> <li>• Dans ce contexte, les bénéfices des entreprises auront du mal à progresser.</li> <li>• Le secteur financier reste fragilisé, ce qui contraint le financement de l'économie.</li> </ul>

Achévé de rédigé par François Jubin le 4 mai 2009.

[francois.jubin@witam.fr](mailto:francois.jubin@witam.fr)

La présente publication vous est communiquée à titre purement informatif et ne constitue 1) ni une proposition, ni une offre d'achat ou de toute autre transaction portant sur les instruments financiers qui y sont visés et 2) ni un conseil en placement. Les futurs investisseurs sont tenus d'entreprendre les démarches nécessaires afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation de leur investissement, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui leur sont applicables. Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Si vous souhaitez obtenir des informations complémentaires, contactez-nous à l'adresse suivante : [witam@witam.fr](mailto:witam@witam.fr)

<sup>1</sup> Cf. Notre analyse à l'adresse suivante : [http://www.witam.fr/doc/biblio/investir\\_sur\\_le\\_credit\\_corporate.pdf](http://www.witam.fr/doc/biblio/investir_sur_le_credit_corporate.pdf)