



Orientations et Stratégie

S tratégie d'Investissement

Le travail qui consiste, à la fin de cette année de chaos sur les marchés, à faire des prévisions financières et à préparer l'allocation d'actifs 2009, s'avère particulièrement délicat. D'un côté nous encaissons depuis septembre une somme de nouvelles économiques toutes convergentes et pires les unes que les autres, de l'autre les réactions des autorités monétaires et les décisions politiques montrent une mobilisation mondiale historique pour nous éviter le drame d'une dépression déflationniste, il est donc de plus en plus **complexe d'appréhender l'équilibre des forces** qui conditionneront l'évolution des marchés en 2009. Par ailleurs, la restauration de primes de risque historiques sur toutes les classes d'actifs, constitue un gisement **d'opportunités, mais à terme difficile à prévoir**. C'est en conséquence avec prudence et humilité que nous avancerons quelques idées simples qui constitueront le socle de notre stratégie d'investissement à la veille de cette nouvelle année civile. Nous ne sommes pas certains que les marchés nous donnent raison rapidement, ils sont traumatisés et leur **convalescence sera longue**. En revanche, nous avons la conviction que pour qui sait patienter, ces pistes s'avèreront porteuses. A chacun de les doser en fonction de son horizon de placement :

■ Les taux monétaires s'effondrent, vont continuer à le faire puis rester bas. Nous privilégions donc les **parties courtes des courbes** de taux, d'autant qu'un mouvement supplémentaire de **pentification** semble inéluctable au regard du

Stratégie d'Investissement

1

Conjoncture

2

Perspectives Économiques

3

Décryptage des marchés

4

volume de dettes publiques et quasi-publiques à émettre l'an prochain.

■ La dislocation actuelle du marché des indexés sur l'inflation permet de capter de rares opportunités sur les **rendements réels** qui n'ont pas suivi le rallye impressionnant sur les taux nominaux et les futures. Construire la sensibilité d'un portefeuille obligataire à l'aide d'indexés, nous semble dès lors beaucoup plus sage que de privilégier des taux fixes européens à près de 3%.

■ Le réveil du marché primaire sur le **crédit** (voir focus page 4), offre la possibilité de monter progressivement en risque sur les portefeuilles, avec un niveau de rémunération très confortable par rapport à l'augmentation de la probabilité de défaut. Comme la visibilité va rester faible quelques mois encore, notre préférence se porte sur les **stratégies de portage** de maturités moyennes et courtes qui bénéficieront à plein de l'élargissement des «spreads».

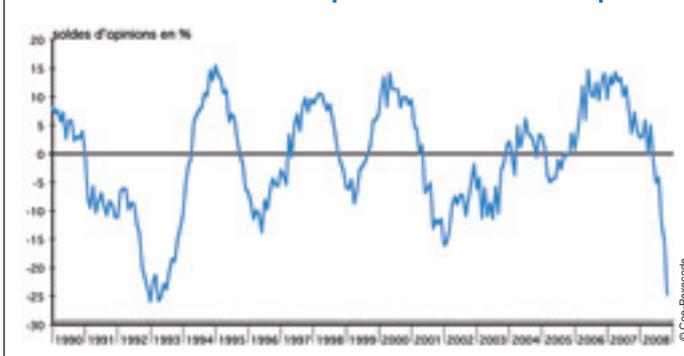
■ Enfin pour ceux qui peuvent pousser un cran plus loin le curseur du risque, sans exclure pour autant le risque d'à coups baissiers liés à des facteurs principalement techniques, le marché actions est riche en idées peu chères... à sélectionner soigneusement. Notre préférence se porte toujours sur les valeurs faiblement endettées, génératrices de cash-flows récurrents ou en position de leadership. Nous demeurons négatifs sur les valeurs financières et les secteurs cycliques exposés au repli des dépenses des ménages.

La récession s'est installée en deux temps dans l'ensemble des pays développés. **Le premier temps a été un retournement de conjoncture de type classique** au premier semestre, la croissance butant sur la hausse des prix de l'ensemble des ressources rares (mais pas sur l'inflation interne contrairement à ce qui se passait habituellement lors des retournements de cycle). Les pays émergents ont alors commencé à subir le ralentissement du commerce mondial en revenant sur une trajectoire de croissance moins forte, mais qui restait encore relativement soutenue. **Le deuxième temps correspond à la crise financière de septembre-octobre qui a accentué la baisse d'activité.** Compte-tenu de son origine bancaire et de sa violence exceptionnelle, cette crise s'est propagée comme une traînée de poudre dans l'ensemble du monde. La course à la sécurité a entraîné un ajustement général des prix de tous les actifs un tant soit peu

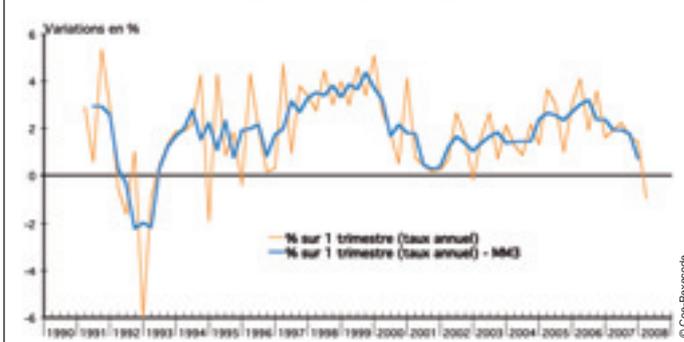
Le premier graphique (enquêtes de conjoncture) suggère que la zone euro est dans une situation voisine de celle de 1993.

Le second graphique montre que la récession de 1993 avait duré environ un an.

Zone euro : tendance de la production industrielle passée



Zone euro : croissance du volume de la demande interne hors stock



risqué, une brutale augmentation des taux d'intérêt des obligations d'entreprises (avec un assèchement des marchés), un recul des cours boursiers brutal et général et en contrepartie une baisse des taux d'intérêt de tous les titres d'Etat, considérés comme le seul placement vraiment sûr. En outre **des mouvements de change brutaux et de très grande ampleur ont été observés** : hausse du dollar, baisse de l'euro, chute de certaines monnaies comme le won coréen.

Les indicateurs conjoncturels les plus récents montrent une véritable **rupture du rythme d'activité en octobre dans pratiquement tous les pays**. La production industrielle baisse partout, y compris en Asie. La consommation des ménages recule aux Etats-Unis et en Europe. Les projets d'investissement des entreprises ont été brutalement révisés en baisse et un vaste mouvement de déstockage est engagé. La récession en cours sera au moins aussi marquée que les récessions antérieures les plus dures des dernières décennies (1974-1975 ou 1993 en Europe). Comme cela a souvent été le cas, la prise de conscience de l'entrée en récession s'est opérée avec retard. Aux Etats-Unis, le National Bureau of Economic Research vient de dater le début de la récession de la fin 2007 ! Admettons pour simplifier, ce que nous disons d'ailleurs depuis longtemps, que les pays développés sont entrés en récession au printemps dernier et les pays émergents quelques mois plus tard (dans un sens un peu différent). Il est probable que le rebond de l'économie sera aussi perçu avec retard. **Nous estimons pour ce qui nous concerne qu'un rebond n'est plus aussi très éloigné que la majorité ne le pense.** La fin du déstockage, les effets positifs sur le pouvoir d'achat de la baisse des prix et les politiques publiques d'injections de liquidités et de relance conduiront à un rebond de la production avec le délai habituel de quatre à cinq trimestres après le début de la récession. Ceci nous amène dans le courant du deuxième semestre 2009. ■

Le rebond conjoncturel à partir de la mi-2009 sera une correction, c'est-à-dire un retour vers une situation plus normale, après un recul d'activité très violent dû à des comportements très restrictifs et même de «quasi-panique» à certains moments. La question de la suite du mouvement, après ce rebond temporaire que nous situons au début du second semestre 2009, reste entière.

Nous écartons l'hypothèse de rechute dans une dépression économique durable. Il nous semble en effet que les tensions financières ont passé leur point extrême. Les marchés du financement recommencent progressivement à s'ouvrir et surtout les effets des politiques économiques (monétaires, bancaires et budgétaires) commencent peu à peu à apparaître et ils vont monter en puissance au cours des mois. Nous n'écartons pas l'idée que le rebond d'activité soit assez marqué au deuxième semestre 2009, et nous rappelons au passage qu'un rebond de cette nature avait entraîné temporairement fin 1993 et en 1994 après une forte récession, une tension passagère mais assez brutale des taux longs et des prix des matières premières. Si un tel mouvement se produisait en 2009 il s'agirait d'un mouvement temporaire.

Il faut en effet et surtout avoir à l'esprit que les comportements des acteurs privés seront durablement dominés au cours des prochaines années par la contrainte de désendettement, contrainte d'autant plus prégnante que le coût de la dette vient d'augmenter tant pour les entreprises que pour les ménages. Cette contrainte bridera fortement la demande privée et la reprise économique pendant au moins deux ou trois ans. Au total, compte-tenu des profils trimestriels très heurtés, nous retenons une baisse du PIB en 2009 de 0,6% aux Etats-Unis et de ... 0,8% en Europe. En 2010, la croissance serait de 1,9% aux Etats-Unis et de 1,6% en Europe. Le taux de croissance mondiale tomberait à 2% en 2009 et remonterait à 3% en 2010. La croissance mondiale se maintenant au-dessous de sa tendance longue, il n'y a pas lieu de craindre une tendance haussière des prix des produits de base et des taux d'intérêt avant plusieurs trimestres.

Les Banques Centrales resteront très prudentes dans une période récessive et de très faible inflation.

Les glissements annuels d'inflation vont en effet revenir vers zéro tant aux Etats-Unis qu'en Europe et dans plusieurs grands pays émergents comme la Chine. **Il ne s'agit en rien d'une déflation** c'est-à-dire d'un enchaînement de baisse des prix et de l'activité, mais de l'effet mécanique de la baisse générale des prix du pétrole et des matières premières, il est vrai accentué par une forte pression concurrentielle à l'échelle mondiale. L'inflation reviendra ensuite vers 2% l'an à la fin 2009. Une incertitude assez forte pèsera sur les taux d'intervention des Banques centrales à la fin de la récession. Un rebond d'activité un peu marqué pourrait inciter les autorités monétaires à réagir rapidement. Dans un scénario central de retour très hésitant vers une croissance positive, les taux d'intervention ne monteraient que très modestement en 2010 vers 2% aux Etats-Unis et 2,50% dans la zone euro.

Le scénario le plus préoccupant serait celui de conflits économiques plus ou moins larvés entre pays.

Le Président Obama annonce un plan de relance économique de très grande ampleur. S'il se mettait en place rapidement un tel plan serait de nature à accroître le déficit extérieur américain et peut-être à déclencher une forte baisse du dollar. La Chine a clairement pour objectif de maintenir le yuan à un niveau bas. Il s'agit d'une forme de guerre monétaire indirecte dont les effets sur l'euro et sur la croissance mondiale pourraient être fâcheux. ■

L'année 2009 affichera des taux de croissance moyens annuels négatifs et des taux d'intérêt bas. Une sortie de récession paraît cependant probable à partir du milieu d'année qui ouvre de meilleures perspectives pour 2010. La reprise sera cependant bridée par le désendettement nécessaire.

Scénario de référence 2008-2009

	2008	2009
Taux de Croissance*		
Etats-Unis	1,3	- 0,6
Zone euro	0,9	- 0,8
Taux d'inflation*		
Etats-Unis	4,3	1,5
Zone euro	3,2	1,2
Taux d'intérêt**		
Fed.	1,00	1,00
BCE	2,50	2,00
Taux à 10 ans**		
T-notes US	3,00	4,00
OAT	3,75	4,25

* En moyenne annuelle.

** En fin de période

Décryptage des marchés

Opportunités sur le marché primaire crédit



Marchés de taux

La réouverture avec succès du **marché primaire des obligations privées** en zone Euro constitue l'un des facteurs d'espoir de cette fin d'année. Plus de 20 Mds € ont ainsi été émis en Novembre et on note un réel engouement des investisseurs institutionnels, puisque quasiment toutes ces émissions ont été sursouscrites largement. Concentrées sur la partie courte et médiane de la courbe des taux, ces titres bénéficient du **soutien des anticipations monétaires** et de la meilleure visibilité qu'offre leur maturité courte sur les fondamentaux des entreprises émettrices. Lorsqu'en outre les émetteurs appartiennent à des secteurs protégés dans la crise actuelle, parce que stratégiques ou générateurs de cash-flows récurrents, leur couple rendement/risque apparaît comme particulièrement attractif. Car c'est bien le rendement offert qui est le catalyseur de ce succès, GDF a lancé le bal à plus de 6% sur 5 et 10ans, et on trouve aujourd'hui des émetteurs «utilities» de grande qualité (RWE, ENI, EDF..) offrant entre 4.50% et 5% de rendement sur 5 ans, alors même que les taux gouvernementaux allemands s'affichent à 2.50% sur cette durée. La prime de risque double ainsi le taux offert... Ce qui nous semble **rémunérer amplement le surcroît de risque pris**, même dans un environnement aussi dégradé que celui que nous traversons. Ce raisonnement tient aussi, dès lors que l'investisseur reste **sélectif**, sur des secteurs plus exposés au cycle (Auto, Conso, Pétrole...) car le niveau encore plus attractif des primes de rendement à l'émission entraîne une complète revalorisation du marché secondaire (cf graphe ci-dessus).

Marchés actions

Les marchés boursiers évoluent en Novembre **sans réelle tendance** mais dans un «range» assez large qui prend en compte une **extrême volatilité** quotidienne, avec des variations très importantes en séance. Bien sûr les nouvelles macro-économiques justifient largement cette nervosité, mais il s'y ajoute à notre sens les fortes incertitudes sur le **rythme et l'amplitude des révisions en baisse des prévisions bénéficiaires**. On note sur le graphe ci-dessus que la croissance bénéficiaire 2008 est d'ores et déjà en net repli, près de -10%, il subsiste toutefois à notre avis un risque supplémentaire sur les **prévisions 2009 encore trop complaisantes** à notre goût. Le consensus retient globalement +5.8% sur l'indice DJ Stoxx 600... Ce qui nous semble bien trop élevé, d'autant plus que cela intègre des contributions fortement positives des secteurs financiers, qui nous paraissent simplement fantaisistes ! Pour l'indice DJ Stoxx 600 ex-financières, le panel des analystes fait ressortir une croissance bénéficiaire attendue à -2% qui sera selon nous à nouveau amendée. En effet l'analyse de sa décomposition sectorielle fait ressortir des révisions déjà substantielles sur des secteurs cycliques tels que l'automobile, le pétrole ou les ressources de base, mais rend très probables de nouvelles corrections sur des secteurs comme le commerce de détail, l'équipement, la techno et l'industrie, encore peu impactés.

Ce **diagnostic prudent sur les bénéfiques 2009** permet toutefois un retour très progressif sur les actions à poursuivre dans les possibles phases de baisse, car historiquement les marchés touchent leur point bas avant l'ajustement complet des prévisions de résultats des entreprises... ■

