



Orientations et Stratégie

Stratégie d'Investissement

Les observateurs boursiers notent que le mois de Janvier donne souvent le tempo de l'année à venir... formons le vœu que face à une crise exceptionnelle, le comportement des bourses soit atypique ! Au-delà de l'anecdote, ce mois de janvier 2009 conforte quelques idées que nous défendons depuis quelques mois :

■ **Sur le plan macro-économique**, nous sommes dans l'**œil du cyclone** et allons y rester quelques mois encore : les statistiques sont souvent pires qu'attendu, alors même que le consensus converge vers un pessimisme unanimement partagé, sans espoir de sortie rapide. Les conclusions de Davos étaient à ce titre édifiantes ! Seuls quelques indicateurs avancés commencent à laisser entrevoir des perspectives plus stables, à défaut de franchement meilleures.

■ Si certains avaient nourri l'espoir d'une **crise financière** purgée fin 2008, les résultats bancaires du 4^e trimestre 2008 les recadrent sévèrement, voir notre propos en page 4 ! Nous sommes donc à l'aube d'un nouvel exercice difficile pour ce secteur, tant en termes d'apurement supplémentaire des bilans que de profitabilité récurrente, mais le **soutien des Etats** se confirme une fois de plus !

■ La crise est globale et mondiale mais les plans de relance des gouvernements y répondent enfin partout avec célérité et pragmatisme, au-delà des spécificités nationales, tout comme les banques centrales. On ne peut que se féliciter de cette **cohésion face à l'adversité** même si chacun sent à quel point le succès de ces mesures n'est pas acquis.

Stratégie d'Investissement

1

Conjoncture

2

Perspectives Économiques

3

Décryptage des marchés

4

■ Le **coût de ce soutien** aux secteurs sinistrés et du stimulus budgétaire qui l'accompagne partout, est prodigieux et commence à produire ses effets sur les **courbes de taux**. Une tendance de fond se dessine, même si les forces en présence exercent encore des effets contraires.

A la lumière de ces constats de début d'année, que changer à notre politique d'investissement ? Peu de choses à ce stade, même si nous voyons dans la **résistance notable des bourses** à ce faisceau de nouvelles, une solidité qui nous rassure.

■ Le **budget de risque** de nos allocations est principalement centré sur le **crédit**, tout d'abord par le biais d'obligations privées dûment sélectionnées pour la solidité financière de l'emprunteur dans la crise, et le niveau de leur sur-rémunération. Notre préférence va toujours aux maturités médianes sur lesquelles la pérennité des émetteurs est plus lisible, et les primes de risque attractives.

■ Dans le même esprit les **convertibles**, très obligataires de fait, gardent une place importante dans nos portefeuilles, pour apporter du **rendement** d'une part, et offrir un **futur levier actions** dès lors que les bourses auront achevé leur phase de convalescence.

■ Enfin, la sensibilité à l'évolution des taux de nos portefeuilles a été abaissée, elle reste majoritairement constituée d'une sensibilité aux taux réels plus défensifs à la hausse des rendements. Elle est complétée de stratégies de pentification.

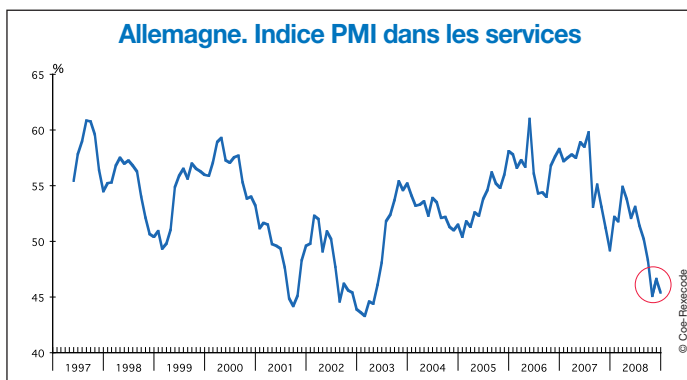
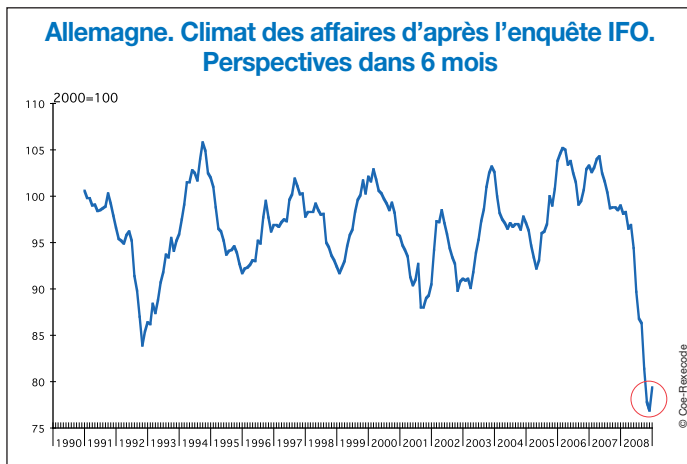
Les graphiques ci-dessous montrent deux indicateurs de la conjoncture allemande. L'indice du climat des affaires publié par l'institut Ifo et l'indice de l'activité dans les services ont cessé tous deux de se détériorer. Une hirondelle ne fait pas le printemps, mais deux valent mieux qu'une.

L'année 2009 a commencé par une pluie de mauvaises nouvelles sur la situation économique mondiale. Aucune région du monde n'échappe au mouvement général et toute idée de «découplage» entre les Etats-Unis et l'Europe ou entre les pays développés et les pays émergents peut être abandonnée. La crise économique est mondiale et **la panique financière de l'automne a transformé le retournement conjoncturel en véritable collapsus économique.** Le volume du commerce mondial s'est brutalement contracté de 9% en un seul mois, en décembre 2008, ce qui ne s'était jamais vu. Partout dans le monde, les industriels ont réduit leurs plans de production, ils allègent leurs stocks et ils reportent à plus tard leurs nouveaux investissements. Les contractions s'amplifient lorsqu'on remonte dans les filières de production, les sous-traitants diminuant les cadences et leurs fournisseurs étant même contraints d'arrêter la production

par intermittence. Ces mécanismes sont classiques à chaque retournement de conjoncture mais ils sont cette fois d'une brutalité et d'une ampleur exceptionnelle. **Les conséquences inéluctables sont une hausse du chômage et des faillites d'entreprises pendant plusieurs trimestres.**

Les deux questions principales pour la conjoncture des prochains mois concernent le crédit bancaire et le rythme d'application effective des plans de soutien publics. Le crédit bancaire est soutenu à bout de bras par les Etats qui recapitalisent les banques commerciales et garantissent leurs emprunts, ainsi que par les Banques centrales qui n'hésitent plus à prendre le relais des banques pour financer l'économie. Il est inévitable dans la période actuelle, et à certains égards souhaitable, que les banques s'efforcent de rééquilibrer leurs comptes. **Cela entraîne à court terme une période de crédit bancaire plus cher et plus rare.** L'incertitude porte sur l'ampleur des nouvelles pertes à absorber et sur le rythme et la durée des restrictions de crédit. On observe néanmoins d'ores et déjà une certaine détente des marchés interbancaires et un début de reprise des émissions des entreprises. Les plans de relance sont récents. Il n'y a pas lieu de s'étonner que leur impact soit à ce stade assez peu visible et il le restera probablement encore au premier semestre. Au total, l'activité continuera de reculer au cours des prochains mois. Cela pèsera sur les taux d'inflation et on peut s'attendre à encore de nouveaux reculs du glissement annuel des prix jusqu'à des chiffres négatifs de -1% à -2% en milieu d'année dans l'ensemble des pays développés.

Dans ce contexte défavorable il faut aussi être attentif à quelques signaux conjoncturels positifs apparus récemment : résistance des marchés boursiers, fermeté des prix des métaux, rebond des indices de climat des affaires Ifo en Allemagne, resolvabilisation des ménages américains grâce à la baisse des taux hypothécaires, rebond de la production industrielle chinoise. ■



Au-delà de l'horizon conjoncturel des six prochains mois, les perspectives sont très ouvertes. **Rarement les prévisions proposées par les instituts de conjoncture ont été aussi dispersées.** Pour les Etats-Unis par exemple, les prévisions de «croissance» pour 2009 sont un recul du PIB de 2,8% (Merrill Lynch) à 0,5% (First Trust Advisors). Pour la France, 30% des prévisionnistes envisagent un recul du PIB de plus de 2,5%, mais 30% aussi un recul limité à moins de 0,8%. Pour l'année 2010, les services de la Commission Européenne ont publié à la mi-janvier des prévisions très sombres avec un taux de croissance de l'Union Européenne à peine positif (+0,5%). Quelques jours plus tard, le Fonds Monétaire International a surenchéri avec des prévisions encore plus noires. On notera tout de même qu'aucun organisme de prévision économique n'envisage une deuxième année de croissance négative en 2010.

Deux années de croissance négative est certes un événement extrêmement rare dans l'histoire économique, mais il s'est déjà produit dans le passé. A l'échelle mondiale, il ne s'est produit qu'une seule fois, au début des années 30. A l'époque, le PIB européen et le PIB américain avaient même reculé trois ans de suite, la baisse totale atteignant 30% en volume et 50% en valeur. C'est cette contraction simultanée de l'activité et des prix (ainsi que des salaires) qui est la véritable caractéristique de la déflation. A l'échelle d'une région ou d'un pays, la crise bancaire des pays nordiques au début des années 90 avait entraîné trois ans de recul du PIB (en tout une baisse du PIB de l'ordre de 5 points) mais pas de véritable déflation. Le Japon a aussi connu dans les années 90 une longue période de croissance modeste et d'inflation faible ou négative mais le PIB n'a jamais baissé deux ans de suite. Nous écartons ces scénarios et **nous maintenons pour ce qui nous concerne notre perspective d'un rebond de l'activité économique mondiale à l'été 2009.** Trois facteurs principaux contribueront au soutien puis au rebond de l'activité : la fin de la période de déstockage qui implique en elle-même un ajustement de la production

industrielle à la hausse, la reconstitution du pouvoir d'achat intérieur due à la baisse de l'inflation et l'arrivée des commandes induites par les plans de relance.

Nous ne pensons pas pour autant que le rebond sera véritablement le signal d'une reprise économique générale, au sens d'une réaccélération continue de la croissance. Les deux principales composantes de la demande finale (consommation et investissement) risquent en effet de manquer de dynamisme au cours des deux à trois prochaines années. L'investissement productif sera encore partout dans sa phase de recul, et celle-ci dure généralement deux ans lors des retournements de conjoncture. Quant à la consommation des ménages, elle sera soutenue par la forte désinflation de 2009 mais elle restera durablement freinée par la baisse de l'emploi.

Au total après le rebond qui suivra le creux conjoncturel, l'activité économique restera hésitante. Le point essentiel à nos yeux est qu'elle devrait retrouver un rythme positif. L'économie mondiale entrera alors dans une période un peu longue de convalescence et de désendettement de l'ensemble des agents économiques, les banques, les entreprises, les ménages et enfin les Etats. **Le simple fait d'être sorti de la fin de la récession redonnera des perspectives positives, ce qui modifiera sensiblement le climat économique.** ■

Le recul du volume du PIB moyen en 2009 masque deux périodes bien différentes. Une tendance négative en début d'année puis un rebond de l'activité dans la deuxième partie de l'année.

Scénario de référence 2008-2009

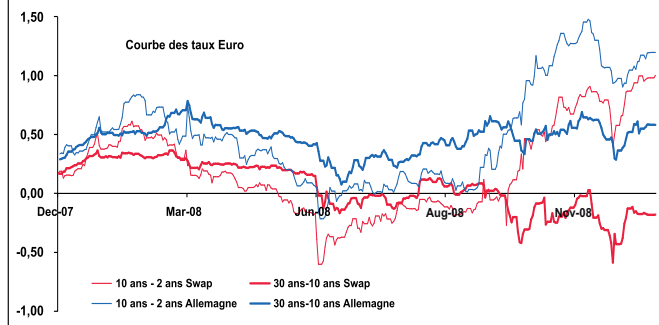
	2008	2009
Taux de Croissance*		
Etats-Unis	1,3	- 1,0
Zone euro	0,9	- 1,4
Taux d'inflation*		
Etats-Unis	3,8	-0,5
Zone euro	3,3	0,6
Taux d'intérêt centraux**		
Fed.	1,00	0,25
BCE	2,50	1,50
Taux à 10 ans**		
T-notes US	2,20	3,00
OAT	3,40	4,00

* En moyenne annuelle.

** En fin de période

Décryptage des marchés

Pente de la courbe swap et taux allemands en 2008/2009



Marchés de taux

Nous évoquions début Janvier, le risque que faisait peser sur les courbes de taux l'imminence des programmes d'adjudication de dettes gouvernementales, sans toutefois prévoir à quel moment il se matérialiserait... Force est de constater que dès les 1^{res} émissions, les marchés obligataires ont **craint l'engorgement** et poussé les rendements vers le haut. Ces programmes d'émissions sont d'ailleurs systématiquement revus à la hausse, aux US le Trésor prévoit déjà d'émettre environ 500mds\$ de dette nette en Q1 2009 alors même que le financement d'un nouveau plan de relance n'est pas encore pris en compte et que les recettes fiscales sont en baisse. Les volumes émis seront donc colossaux. En Europe, c'est près de 75Mds€ de dettes d'Etats qui seront émises en brut en Février, soit 30Mds€ de plus que les flux de coupons et remboursements.

Un **net mouvement de pentification** illustré dans le graphique ci-dessus s'est ainsi amorcé, plus particulièrement sur le segment de courbe 2 ans/10 ans, la partie très longue de la courbe, swap ou cash, restant soutenue par des flux acheteurs d'ALM. L'amplitude du mouvement est substantielle avec près de 50bp de pente 2 a/10 a supplémentaires de part et d'autre de l'Atlantique. En cas de poursuite du mouvement, il est probable que les achats d'obligations annoncés par la **FED** soient un facteur modérateur, tout comme **l'aversion générale au risque**, mais la tendance générale nous semble aujourd'hui assez claire.

Marchés actions

Les marchés actions consolident avec toujours beaucoup de nervosité, et vont régulièrement tester les points bas observés fin 2008, sans les franchir pour l'instant. Ils digèrent donc avec une **certaine résistance** l'ajustement en forte baisse des bénéfices 2009 attendus, plus particulièrement patent sur les secteurs cycliques. Pourtant, le **stress lié au secteur financier** reste **extrême**. L'analyse des résultats sur Q4 2008, montre à quel point les analystes avaient une fois de plus sous-estimé l'étendue des dégâts en particulier dans le monde anglo-saxon : 8Mds\$ de pertes pour Citigroup démantelée au passage entre activités-cœur et non stratégiques, 2Mds\$ de pertes pour Bank of America sans compter le provisionnement des pertes liées à l'acquisition de Merrill Lynch, 8Mds£ de pertes 2008 pour RBS hors dépréciation du goodwill sur ABN... Si les banques françaises restent moins impactées, la poursuite de l'ajustement en baisse des perspectives de résultats sur le secteur est inéluctable, à la fois en raison de la **décroissance de l'activité** et de **l'effet dilutif** des augmentations de capital par les Etats. Le secteur bancaire vient donc de retrouver en Europe un niveau de décote relative maximal, cf. graphique P/E relatif ci-dessous. C'est vrai également en «*price to book*» avec une valorisation à 50% des fonds propres, et en ROE avec une rentabilité à 10%. A surveiller, car ces niveaux sont surtout révélateurs d'une complète redistribution des cartes dans le secteur. ■

P/E relatif du secteur bancaire européen

