

COMPTE-RENDU MATINEE THEMATIQUE DU 6 OCTOBRE 2009

« Conjoncture économique et financière : 3 visions pour quelle allocation ? 3 approches, une seule allocation ? »

1. GIOVANNI ZANNI – CREDIT SUISSE

Credit Suisse s'attend à un rebond important de croissance, environ 4% en moyenne 2010 au niveau global. Ce rebond reste cependant modeste dans le cadre d'une comparaison historique.

Nous pensons que la reprise devrait se poursuivre encore pour 3-4 trimestres au moins, soutenue par des mécanismes de restockage et par le support des politiques économiques.

Sur le moyen terme, notre orientation est plutôt pour une continuation de la phase de reprise et puis d'expansion. Les crises profondes prennent rarement la forme d'un W. De plus, la crise actuelle - en partie structurelle - s'est doublée d'une crise de confiance post-Lehman de nature hautement temporaire, à notre avis.

La croissance devrait se manifester malgré une consommation US qui resterait anémique, grâce à une plus forte demande interne de la part de grands pays émergents.

L'inflation ne serait pas un problème à court terme (output gap important) - elle devrait rester en-dessous de son taux d'équilibre jusqu'en 2011 voire 2012 -, ni à long terme (capacité et possibilité de reprise de la liquidité de la part des banques centrales, par exemple).

Une première hausse des taux est prévue au cours du S2 2010, en Europe et aux US. Le dollar devrait rester faible au cours des 12 prochains mois, sans cependant se déprécier significativement.

NB: Bien que cette vue représente aujourd'hui le consensus, c'est une vue que Credit Suisse a depuis le tout début de l'année.

2. PHILIPPE DELIENNE – CONVICTIONS AM

Point mensuel de gestion des 22 et 23 septembre 2009

Optimisme modéré

La tendance des marchés actions reste haussière. La croissance économique est meilleure que prévue dans la plupart des pays notamment aux Etats-Unis. Ceux qui craignaient que le rally boursier de l'été soit de courte durée ont eu tort. Tout comme ceux qui redoutaient un retrait trop rapide des mesures de soutien à l'économie par les Etats. Pour l'heure les marchés ne retiennent que les bonnes nouvelles. L'allocation d'actifs de Convictions AM reflète ce scénario.

L'évolution des taux

La politique monétaire des banques centrales restera très accommodante tant que le système bancaire mondial ne sera pas assaini, que la croissance économique manquera de vigueur et que le taux de chômage ne sera pas en recul. La Réserve Fédérale et les banques centrales ne prévoient pas de reprise de l'inflation à moyen terme. Les conditions nous semblent réunies pour que les taux courts soient maintenus à des niveaux très bas au moins jusqu'à la fin du premier semestre de 2010. Les banques centrales seront très vigilantes sur le niveau des taux longs qui doit demeurer faible alors que le marché de l'immobilier est encore atone. Aux Etats-Unis le stock des logements neufs est au plus bas tandis que celui des logements individuels et des maisons anciennes est au plus haut. La Réserve Fédérale doit donc veiller à ce que les taux longs ne repartent pas à la hausse sur des anticipations erronées d'inflation. Si tel était le cas, Ben Bernanke n'hésiterait pas à prendre la parole pour calmer le jeu.

Le système bancaire

Il reste fragile dans tous les pays. Le système financier s'équilibre à peine, les banques reconstituent peu à peu leurs marges grâce à la pentification de la courbe des taux. Aux Etats-Unis, les retards de paiement et le taux de défaut des remboursements s'accroît pour toutes les catégories de la population. On observe que les clients les plus aisés représentent aujourd'hui les taux de défaut les plus élevés. Le marché de la titrisation qui permettait de financer une grande part de l'économie outre-Atlantique est toujours exsangue tandis que les créances d'immobilier commerciale titrisées posent problème aux banques qui les détiennent. La situation des banques est encore délicate et l'assainissement de leur bilan prendra du temps. La stabilisation du chômage prévue au premier trimestre 2010 permettra de diminuer les taux de défaut sur les créances et d'améliorer le résultat des banques. Mais il faut rester vigilant sur l'état de santé des banques.

Le marché actions

Les entreprises sont saines. Elles ont nettoyé leur bilan, restructuré leurs effectifs et gagné en productivité. Le déstockage sera terminé d'ici à la fin de l'année tandis que les indicateurs avancés se redressent en Europe. Les chiffres d'affaires progressent et les coûts sont maîtrisés. La reprise du commerce mondial et la stabilisation de la consommation profitent aux entreprises. Dans ces conditions les résultats des deux derniers trimestres seront excellents, bien meilleurs que beaucoup le prévoient. Dans un tel climat, les investisseurs vont accroître leurs placements en actions. Après une phase de rattrapage qui durera jusqu'à la fin de l'année, l'évolution du marché des actions sera étroitement liée aux conditions de la reprise économique. Si la croissance se développe de façon autonome sans aide supplémentaire des Etats, la confiance reviendra et les masses de liquidités qui pour l'heure restent dans les fonds monétaires reprendront le chemin de la bourse.

La Chine, nouveau leader mondial

Les indicateurs macro-économiques sont dans le vert. Le rythme de la croissance s'accélère et la Chine, qui veut impérativement limiter le chômage, maintiendra les grands travaux d'infrastructure et les plans de relance si cela est nécessaire. La mise en oeuvre d'une politique monétaire accommodante et les mesures fiscales incitatives ont porté leurs fruits. Mais la croissance semble bien établie grâce une consommation soutenue et une épargne abondante. La Chine se restructure, s'urbanise et exporte. La Chine est devenue le moteur de la zone Asie-Pacifique, et entraîne le Japon et l'Australie dans le sillage de sa croissance économique. La Chine, où le marché des actions est en en forte croissance, retient l'attention des investisseurs et des opérateurs de marché. Ils scrutent tous les jours l'évolution de l'indice de la bourse de Shanghai qui a progressé de 51% depuis le début de l'année.

Les plans de relance dans le monde, les baisses de taux et les mesures d'accompagnement exceptionnelles des banques centrales ont permis à l'économie mondiale de se stabiliser. Mais l'édifice reste fragile et il faudra prendre garde en 2010, à ne pas casser la reprise qui se dessine. Les risques d'une rechute du marché immobilier et d'un nouveau coup de grisou au sein du système bancaire mondial persistent.

3. MARC MAUDHUIT – CAAM

Depuis le début de l'année, le maître-mot de la gestion de CAAM Londres a consisté à tirer parti des **très nombreuses opportunités d'arbitrages engendrées par la crise entre classes d'actifs, et au sein de ces dernières, tout en restant à l'écart de tout prévision macro-économique**. Les crises commencent en effet dans le beta et finissent dans l'alpha. La raréfaction des positions en valeur relative en 2006-2007 nous avait contraints à trop reposer sur des paris purement directionnels. En outre, au dernier trimestre 2008, l'envolée de l'aversion au risque et la fuite vers la sécurité ont entraîné une **recorrélation massive de tous les actifs risqués et une dislocation des prix entre ces derniers et les placements sécuritaires**. C'est sur ce thème, et nonobstant toute prévision macro-économique à notre avis prématurée et trop hasardeuse, que l'essentiel de nos performances au cours des neuf premiers mois de cette année s'est cristallisé.

Certes, des **positions directionnelles importantes ont été maintenues**. Il s'agissait pour certaines de protéger les portefeuilles en restant par exemple **acheteurs de sensibilité sur les marchés obligataires internationaux** d'une part, **et de dollar US** d'autre part. Il s'agissait aussi pour d'autres de rester longs d'actifs risqués, principalement via les **crédits, émergent et corporate** (offrant des rendements très attractifs de par leur sous-valorisation), secondairement via les **marchés d'actions** (l'exposition des portefeuilles concernés restant cependant très en deçà des maxima autorisés).

La majeure partie du risque actif des portefeuilles a néanmoins été concentrée sur des **positions en valeur relative** consistant à se porter acheteurs d'actifs fortement dépréciés en fin d'année par des ventes massives de précaution ou forcées, et vendeurs d'actifs surachetés.

- Au sein de la sphère obligataire gouvernementale internationale, il s'est agi de vendre les obligations à 10 ans américaines et anglaises contre leurs équivalents de la zone euro, les écarts de rendement ayant atteint en début d'année des niveaux sans fondement (si ce n'est par le truchement des flux). Alimenté par les craintes d'éclatement de l'euro, l'écartement pareillement excessif des spreads de taux entre obligations grecques, italiennes et espagnoles d'une part, et Bunds d'autre part, a pareillement été mis à profit. Après le mouvement massif de restructuration des courbes de taux du G4 en 2008, il nous est pareillement apparu opportun au printemps 2009 de miser sur une aplatissements de ces dernières, position permettant de jouer pareillement une sortie par le haut des économies mondiales (via la hausse généralisée des taux courts), ou un scénario de croissance molle (et une migration des investisseurs vers les maturités longues).
- Sur les marchés des changes, nous sommes restés acheteurs de devises corrélées à l'appétit pour le risque. Celles-ci incluent les devises matières premières (dollars australien et néo-zélandais contre dollar canadien), les devises scandinaves (couronnes norvégienne et suédoise, puis livre sterling contre euro) et les devises émergentes (principalement peso mexicain, real brésilien, won coréen et zloty polonais). Plus récemment, nous avons renforcé notre position vendeuse de yen, devise surévaluée du fait de son statut de nouvel instrument de couverture des investisseurs en actifs risqués.
- Sur les marchés d'actions, au-delà de la position directionnelle longue (quoique inférieure de moitié aux plafonds autorisés) qui vient en complément de celle sur les marchés du crédit, c'est surtout notre gestion en delta neutre très dynamique autour des secteurs (dont une position acheteuse de valeurs bancaires américaines et d'assurances européennes) et des titres qui a généré l'essentiel de la valeur.

Nous considérons que cet univers d'investissement très favorable à la création d'alpha va perdurer au cours des prochains mois. Il va ainsi nous permettre de continuer à nous diversifier et à créer de la valeur, et ce dans un contexte de volatilités en baisse et de retour des corrélations de marché à leurs niveaux historiques. A l'instar des neuf derniers mois, il va enfin continuer de nous affranchir de toute nécessité de tabler sur un scénario macro-économique pour 2010 et de faire ainsi preuve de réactivité face à des marchés qui risquent de continuer à naviguer à vue, au gré des publications quotidiennes.

Quelques mots sur les intervenants :

Philippe Delienne – Président de Convictions AM

Co-fondateur de La Française des Placements, Vice-président du Conseil de gouvernance de La Française des Placements, Président de Cloran Finance.
Directeur général, puis vice-président CPR (1988-1999)
Responsable du service de la trésorerie de la CNCA (1986-1987)
Vice-président de Crédit Agricole à Chicago (1985-1986)
Responsable des marchés de taux, émissions et gestion à la Caisse nationale du Crédit Agricole (CNCA) (1982-1987)
Responsable de la division des marchés obligataires de Segespar (1974-1982)
Attaché de direction à la Caisse Centrale des Banques populaires (1972-1974)
Actuaire diplômé de l'Institut d'Actuariat de Lyon

Giovanni Zanni – Economiste, Crédit Suisse, Financial Services Industry

Universite - Luigi Bocconi a Milan
MSc Economics - University of London
1997-2000 Economiste Europe du Sud chez Morgan Stanley à Londres
2000-2009 Credit Suisse (d'abord UK puis France depuis 2007): Economiste Europe (en particulier: France, Italie, Espagne et politique fiscale de la zone euro), responsable pour la recherche Credit Suisse en France

Marc Maudhuit – Client Portfolio Director, Global Fixed Income & Currency Management, CAAM

Marc Maudhuit has been the Client Portfolio Director of CAAM London's Global Fixed Income & Currency management team since 1999. He joined CAAM in 1988, holding different positions within marketing and sales. He began his career in the company as marketing officer with subsidiary Finance Indosuez Techniques (FIT), specializing in structured products. From 1990 to 1992, he was head of marketing for fixed income products. In 1992 he established and was in charge of the marketing support unit before joining the international sales team covering the Middle East in 1998.
Marc Maudhuit is a graduate of the Ecole des Affaires de Paris (EAP Paris Business School). He also holds a MSFS (Master of Science in Foreign Service) from Georgetown University (Washington, D.C.)