

Gestion Privée

Juillet 2009

→ Gestion de crise

Malgré les actions énergiques menées par les autorités depuis plus d'une année, la crise financière s'est intensifiée au 4^{ème} trimestre 2008, au point de se propager à l'économie réelle.

Les banques centrales ont octroyé des financements à court terme pour faciliter les ajustements nécessaires au sein du système bancaire, sans pour autant parvenir à stopper les pertes.

La crise, d'abord traitée comme un problème de liquidité, s'est révélée être une crise de solvabilité.

La faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, a déclenché des retraits massifs sur l'interbancaire, une hausse spectaculaire des rendements des obligations d'entreprise et une véritable crise de confiance de la part des ménages et des entreprises. L'effondrement de la dépense en biens de consommation durables qui en est résulté dans les économies industrialisées s'est traduit, pour le monde émergent, par une dégradation brutale des échanges et un renversement des flux de capitaux.

La propagation mondiale de la récession s'est répercutée en retour sur les marchés financiers, faisant lourdement baisser les cours des actions, des obligations et des matières premières.

La situation s'est dégradée de façon spectaculaire entre mi-septembre et décembre 2008, obligeant les autorités monétaires, budgétaires et réglementaires à la fois à ouvrir un 2^{ème} front pour contrer les menaces sur l'économie réelle et à redoubler d'efforts pour rétablir la solidité du secteur financier.

Dans de nombreux pays industrialisés, la banque centrale a ramené son taux directeur à des planchers historiques, pour assouplir ensuite, davantage encore, les conditions financières par une politique de bilan non conventionnelle dite de *quantitative easing*¹.

Dans le même temps, les pouvoirs publics ont mis en œuvre des programmes de relance budgétaires sans précédent et, en collaboration avec les instances de réglementation et de contrôle, ont donné aux établissements financiers les moyens nécessaires à l'assainissement de leur bilan.

→ La 1^{ère} phase de la récession, celle où l'activité chute brutalement, semble toucher à sa fin

La récession a depuis perdu de son intensité, la contraction de l'activité nationale s'estompant progressivement : les entreprises ont adapté à la baisse leur niveau de production, le cycle stockage/destockage amorce un retournement, le dégel des marchés financiers se poursuit...

Plusieurs indicateurs tendent à confirmer l'amorçage de la fin prochaine de la récession :

- les enquêtes de conjoncture signalent une amélioration du rapport entre les commandes et les stocks ;
- les indices avancés des directeurs d'achats remontent partout dans le monde ;
- l'inflexion s'est manifestée d'abord en Asie (dès le début de l'année en Chine), puis aux Etats-Unis et un peu plus récemment en Europe ;
- Les ventes immobilières ont augmenté de 2,4% en juin 2009, certes facilitées par la chute des prix de 17% enregistrée au mois de mai par rapport à mai 2008, l'une des plus lourdes pertes jamais constatées dans le pays.

¹ Rachat direct de titres privés et publics, au-delà de l'offre de titres découlant normalement du bas niveau des taux d'intérêt centraux

Ces anticipations d'amélioration de la conjoncture ont été rapidement étayées ces derniers mois par la meilleure tenue des marchés financiers -marchés des actions et du crédit en particulier- et par une remontée des rendements des emprunts d'Etat : notamment, le rebond des marchés actions depuis le 9 mars a permis d'effacer la chute de 30% enregistrée sur les deux premiers mois de l'année.

La volatilité, mesurée par l'indice VIX, est sensiblement retombée, témoignant bien d'un regain d'appétence au risque des investisseurs dans leurs portefeuilles.

→ Pour autant, peut-on parler de reprise ?

Compte tenu du caractère inédit et de la gravité de la crise actuelle qui a pris sa source dans l'insolvabilité et le besoin de désendettement de l'ensemble des agents économiques tant privés (ménages, entreprises, et banques en particulier) que publics, le rebond des indicateurs qualitatifs ne signifie pas encore le début d'une reprise d'activité, même s'il est clairement admis que le point bas de l'activité est désormais dépassé ou proche de l'être dans la plupart des régions du monde.

L'ampleur de la crise est telle qu'elle mettra du temps à se résorber : la contrainte de désendettement des agents économiques, l'efficacité relative des plans de relance, la poursuite de la montée du chômage, et les très probables hausses des impôts à venir pour financer les déficits croissants vont nécessiter une hausse durable de l'épargne qui pèsera lourdement sur l'investissement et la consommation.

L'allègement du poids de la dette des Etats passera également par un retour de l'inflation, alimentée notamment par le prix des matières premières au fur et à mesure que la reprise, même timide, s'installera.

Nous pourrions donc prétendre sortir véritablement de la crise lorsque les entreprises seront prêtes à réinvestir, les consommateurs à acheter davantage, les banques à se remettre à prêter, et quand les Etats et les banques centrales auront décidé de rééquilibrer leurs budgets.

C'est seulement à ce moment là que l'économie mondiale pourra espérer retrouver un rythme de croisière de 2 à 3% l'an.

Nous en sommes, hélas, encore loin aujourd'hui car le problème de l'endettement annonce une longue période de reconsolidation des bilans.

Selon toute vraisemblance, l'économie devrait traverser maintenant une phase de sortie de crise lente et délicate, caractérisée par des cycles consécutifs à la fois de rebonds et de faux espoirs en 2009, puis d'amélioration progressive en 2010, suivie d'une période de stabilisation molle de la production en 2011, alors que l'économie tentera d'asseoir les bases d'une nouvelle croissance sur fond d'inflation...

Ce redémarrage de l'activité lent fin 2009, puis plus progressif au cours du 1^{er} semestre 2010 sera principalement dû à un recalage de la production et à la normalisation des stocks. Il pourrait être temporairement assez fort si on rappelle l'exceptionnelle ampleur du recul d'activité à compenser, ne serait-ce que partiellement.

Toutefois, la durée de cette phase de redémarrage progressif dépendra de la vivacité avec laquelle l'économie pourra supporter, ou non, les facteurs qui l'ont justement entraînée dans la récession.

La reprise finira donc bien par arriver, mais il ne faudrait pas sous-estimer les risques : la combinaison actuelle de mesures d'urgence² destinées à limiter la contraction de l'activité et de volonté de réformer le système financier en profondeur pour jeter les bases d'une croissance nouvelle et durable porte en elle deux grands risques pour la reprise à long terme :

- les mesures prises jusqu'ici ne suffiront peut-être pas à rétablir la solidité du système bancaire ;
- l'absence de stratégies claires pour sortir de ces programmes de consolidation monétaire, budgétaire et financière pourrait entraver, plutôt que de faciliter, les nécessaires ajustements macroéconomiques.

² Les ressources publiques consacrées aux plans de relance de l'économie et de sauvetage du système financier sont colossales : près de 5% du PIB mondial

→ Les mesures prises jusqu'ici suffiront-elles à rétablir la solidité du système bancaire ?

La solidité du système financier, n'est pas seulement indispensable à une croissance réelle, durable et stable : elle conditionne l'efficacité même des politiques qui visent à renouer avec cet objectif.

Tant que le système d'intermédiation n'aura pas trouvé sa pleine capacité à acheminer l'épargne vers les investisseurs et à transférer le risque à ceux qui sont disposés et aptes à l'assumer, les relances budgétaires, malgré leur ampleur, pourraient bien s'avérer sans effets -comme ce fut le cas au Japon il y a une dizaine d'années- avec pour résultat un lourd endettement public sans croissance solide.

Il est donc primordial que les pouvoirs publics gardent intacte leur détermination à reconstruire le système financier, et luttent contre toute tentation de relâchement.

Certes, l'économie montre des signes de retour à la normale laissant espérer que le redémarrage de la croissance achèvera le travail d'assainissement des bilans des banques. Mais, aussi longtemps que les intermédiaires financiers resteront fragiles, toute amélioration de l'économie réelle ne saurait être que temporaire.

Face à la menace que la profusion d'interventions monétaires et réglementaires fait peser sur la croissance, les responsables devront trouver des solutions satisfaisantes pour en inverser le processus, notamment en désengageant l'Etat du système financier. Là où elles se sont substituées aux intermédiaires privés, les banques centrales devront se retirer. Et là où il a pu être nécessaire d'augmenter la dépense publique afin de contenir, à court terme, le recul de l'emploi et de la production, il conviendra de ramener les budgets à des niveaux tenables à long terme, afin d'éviter que le remède ne se révèle pire que le mal.

→ Les autorités budgétaires et monétaires seront-elles capables d'organiser le timing et les modalités de sortie de leurs programmes expansionnistes pour placer l'économie sur la voie de la reprise ?

Les politiques budgétaires et monétaires mises en place dans le monde pour contrer la crise sont d'une ampleur et d'une portée inédites : pour reconstruire le système financiers, autorités budgétaires, instances de réglementation et banques centrales ont uni leurs forces.

Sans nier les progrès accomplis dans la réalisation de cette tâche difficile, il est clairement établi que les politiques budgétaires et monétaires ne pourront pleinement produire leurs effets aussi longtemps que le processus d'intermédiation financière est grippé.

Et, tant que les grandes banques internationales se montreront réticentes à financer l'activité dans le monde émergent – *principal moteur de l'expansion économique mondiale durant la décennie écoulée*- les perspectives de croissance et de développement seront compromises.

↳ Risques inhérents aux politiques budgétaires

L'expansion des politiques budgétaires présente un grave risque d'excès, même dans les pays disposant d'une marge de manœuvre confortable. Par exemple, le déficit aux USA devrait se creuser de plus de 8% du PIB entre 2008 et 2009.

Focus : déficit budgétaire de la France

Selon la rapport publié le 23 juin par la Cour des Comptes sur la situation et perspectives des finances publiques, le déficit public atteindrait 7% du PIB, après 3,4% l'an dernier.

Si la cour des Comptes estime le déficit structurel de la France à environ 3,5% du PIB (*contre 1,4% en moyenne dans la zone euro*), l'autre moitié résulterait directement des effets de la crise et de tendances de fond comme la baisse des impôts et une maîtrise des dépenses très insuffisante.

« *Si la maîtrise des dépenses s'avérerait insuffisante, une hausse des prélèvements obligatoires serait inévitable* » a prévenu son président, Philippe Seguin.

Egalement, la dette a augmenté de 118 milliards d'euros en 2008, la moitié de cette augmentation provenant du déficit lié au fait que 20% des emprunts de l'Etat sont consacrés aux banques.

En 2012, la Cour estime que le déficit pourrait encore être supérieur à 6% du PIB avec une dette approchant les 90% du PIB.

La Cour craint un emballement de la dette et ce, même si le déficit structurel n'augmentait que très légèrement.

Selon certains scénarios de la Cour des Comptes, la dette atteindrait 100% du PIB en 2018 et 200% en 2040.

Dans ce cas, relève son président, les Français « *devront donc payer plus pour rembourser plus* »...

Pour être efficaces et ne pas entraîner de distorsion majeure, les programmes doivent s'appliquer au moment opportun (toute la difficulté réside dans la longueur du processus législatif et des procédures de décaissement de sommes importantes), viser des objectifs précis (or pour la classe politique, il est souvent plus bénéfique de viser le plus grand nombre), et surtout être

limités dans le temps (il est beaucoup plus facile d'alléger la fiscalité et d'accroître la dépense sur l'inverse : l'expansion budgétaire a donc tendance à se pérenniser et à alourdir durablement les déficits...).

Autrement dit, tout en s'efforçant de revitaliser l'économie réelle et les flux de crédit, les autorités budgétaires doivent prévoir les modalités de sortie de leurs programmes et privilégier les mesures d'ajustement favorisant une hausse de l'épargne et une baisse de l'endettement total, sinon elles risquent d'épuiser leur capacité d'endettement avant d'avoir pu mener à bien l'assainissement du système financier.

Les politiques budgétaires présentent un autre risque : celui de favoriser l'augmentation des taux d'intérêts qui, alliée à d'amples fluctuations de change, entraînerait une élévation des anticipations d'inflation.

Bien que les Etats refusent rarement d'honorer leurs dettes, ils peuvent en alléger le poids en modifiant les conditions de remboursement ou, comme dans la période qui a suivi la Seconde Guerre Mondiale, en recourant à l'inflation : de nos jours, les porteurs d'obligations devraient véritablement prendre conscience de ce risque...

De ce fait, toute embellie, même minime, dans la sphère réelle pourrait provoquer une hausse des taux nominaux, laquelle entraînerait une forte pentification de la courbe des rendements et étoufferait la reprise naissante. S'ensuivraient des ajustements de portefeuilles internationaux, qui intensifieraient la volatilité des changes.

↳ Risques inhérents aux politiques monétaires

Les banques centrales opèrent actuellement bien au-delà de leur champ d'intervention traditionnel : ainsi, aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et dans la zone Euro, les autorités monétaires ont recours à des instruments classiques aussi bien que non conventionnels : d'un côté, elles ont abaissé leur taux directeur à un niveau égal/proche de zéro et, de l'autre, elles ont accru fortement leur bilan.

Le bilan consolidé de l'eurosystème est passé de 1200 milliards € à 1800 milliards € ces deux dernières années. Celui de la banque d'Angleterre a plus que doublé, pour excéder 200 milliards £, et il devrait être encore relevé sensiblement ces prochains mois. Enfin, celui de la réserve fédérale américaine, qui s'établissait à 900 milliards \$ mi-2008, s'élève actuellement à 1750 milliards \$ et pourrait dépasser 3.000 milliards \$ fin 2009...

Par leur caractère inédit, la détente monétaire et l'expansion des bilans des banques centrales présentent une multitude de risques économiques.

Il se peut, d'une part, que ces mesures soient insuffisantes pour placer l'économie sur la voie de la reprise et, d'autre part, que les banques centrales éprouvent des difficultés à se désengager suffisamment tôt pour éviter une poussée de l'inflation.

Du point de vue opérationnel, le gonflement du bilan des banques centrales, bien qu'il ne soit pas souhaitable, ne constitue pas nécessairement un obstacle à un retour à la croissance : le moment venu, les banques centrales peuvent durcir les conditions financières, soit en émettant des obligations afin de drainer les réserves excédentaires, tout en conservant les actifs difficiles à vendre.

Mais les difficultés viendront plutôt du timing et des enjeux politiques du désengagement : en effet, l'histoire montre que lorsqu'elles tentent de stabiliser l'expansion, les autorités monétaires –*sous le regard sourcilieux de la classe politique*– ont tendance à intervenir trop lentement, resserrant les conditions financières à pas mesurés par crainte d'agir prématurément ou trop énergiquement, nourrissant du coup l'inflation qui stimulerait dès lors automatiquement les anticipations d'inflation...

La contraction de l'offre risque d'être préjudiciable pour l'avenir, c'est-à-dire lorsque la demande mondiale pétrolière s'élèvera à nouveau avec la reprise

Par Robert Jules

La Tribune – 27/05/2009

Alors que la demande mondiale d'or noir pour cette année ne cesse d'être révisée à la baisse mois après mois et devrait théoriquement faire chuter le cours du baril, c'est le contraire qui se passe : le prix sur le marché à terme de New York a rebondi de plus de 75% depuis la mi-février pour tourner autour des 60 \$. Un paradoxe qui s'explique par le sentiment qui domine sur le marché pétrolier.

En effet, plus les échéances de livraisons de contrats cotés sont éloignées, plus les prix augmentent.

Ainsi, hier en milieu de journée, le cours du baril pour une livraison en juillet cotait 60 \$, pour janvier 2010, 65,36 \$, et pour juin 2010, 6,53 \$. Aussi, tout détenteur de barils a plutôt intérêt à stocker son pétrole puisqu'il pourra en retirer un meilleur prix à l'avenir. Ainsi, voit-on des tankers loués dans ce but et flottant sur les océans. Cela a pour conséquence de réduire l'offre mise en ce moment sur le marché, et de faire monter les prix.

Mais pourquoi en est-il ainsi ?

La crise financière et sa propagation à la sphère économique ont eu pour effet de freiner considérablement les projets d'investissements dans la recherche, l'extraction et l'exploitation des gisements pétroliers.

La baisse des cours a par ailleurs réduit la rentabilité de l'exploitation du brut conventionnel (sables bitumineux, eaux profondes, etc.).

Cette contraction risque d'être préjudiciable pour l'avenir, c'est-à-dire lorsque la demande mondiale pétrolière s'élèvera à nouveau avec la reprise économique.

Cela présage d'une nouvelle flambée des cours. Car comme on l'a constaté ces dernières années, il est plus rapide de brûler du pétrole que de l'extraire du sous-sol. Et c'est précisément le rôle des marchés à terme que de pouvoir fournir ce type d'information en indiquant de quoi demain sera fait.

→ Les marchés obligataires

Après une pause observée en mars suite à la décision de la Réserve fédérale américaine de racheter des obligations de long terme, les taux longs US ont repris le chemin de la hausse entamée fin 2008, sous l'effet conjugué du rebond des marchés risqués et d'une offre abondante de titres obligataires faisant ressurgir des inquiétudes quant aux déficits colossaux des Etats.

Fin mai, l'agence de notation Standard & Poor's a d'ailleurs mis sous surveillance négative la dette du Royaume-Uni, jusqu'ici notée AAA, la meilleure note possible.

Du coup, les investisseurs ont commencé à s'interroger sur la solidité de la dette publique américaine. Toutes ces inquiétudes ont ramené le rendement de Treasury Bond américain 10 ans à plus de 3,5%, le rendement de l'OAT 10 ans s'établissant de son côté au-delà de 3,8%.

A court terme, le programme de rachat des obligations de long terme par la Fed devrait toutefois permettre de limiter la progression des taux 10 ans aux Etats-Unis.

De plus, le chemin de la reprise risque d'être long. L'activité devrait rester faible encore quelques temps et l'inflation plutôt modérée au moins dans un 1^{er} temps.

En conséquence, et avant tout redémarrage d'anticipations de pressions inflationnistes, la Fed devrait maintenir ses taux à des niveaux très bas durant une période prolongée.

Si à court terme ces éléments peuvent constituer un soutien temporaire aux obligations, à plus long terme la reprise économique et l'importance de l'offre de titres obligataires, que rendra nécessaire la progression des dettes publiques, devraient accentuer les pressions sur les taux longs.

→ Les marchés obligataires

Les gérants de la partie taux ont dû intégrer dans leur gestion les interventions des banques centrales qui ont mis en places des mesures quantitatives et ont enrichi leur arsenal non conventionnel. Une nouvelle dimension politique est ainsi apparue sur les marchés obligataires.

Sur le crédit, il a fallu faire face à l'explosion des spreads (sur les obligations corporate mais également entre les dettes des Etats), née de la forte montée de l'aversion des investisseurs pour le risque, doublée du tarissement de la liquidité sur de nombreux segments de marchés.

Aujourd'hui, les gérants ont beaucoup de mal à se positionner entre les grands scénarios de déflation et d'inflation, ce qui risque de générer des différences très sensibles de performances entre les portefeuilles des uns et des autres dans la même catégorie.

Sur le crédit, l'aversion au risque semble pour le moment se réduire. Les spreads se sont nettement détendus à partir du mois d'avril, marquant une véritable inflexion depuis la faillite de Lehman Brothers. Des à-coups sont toutefois à craindre au fil des mauvaises nouvelles à attendre encore sur certains secteurs.

La volatilité devrait rester élevée ainsi que la différenciation par secteur.

Les décisions d'allocation seront donc fondamentales pour la performance, même sur la dette d'Etat alors que les spreads entre pays sont encore très larges.

→ Quels fonds obligataires choisir ?

Sur la classe d'actif obligataire, l'échelle des risques et ses rendements potentiels est très large.

L'investisseur doit avant tout déterminer sur quel point de la courbe rendement/risque il est prêt à se positionner.

Il y a en effet une très grande différence entre un fonds investi en obligations d'Etats, un fonds flexible investi en obligations gouvernementales et corporate, un fonds d'obligations convertibles, un fonds d'obligations indexées sur l'inflation, ou un fonds spécialisé sur les obligations à haut rendement.

L'investisseur doit notamment s'interroger sur son horizon d'investissement et le niveau de déviation de la valeur du fonds qu'il est prêt à supporter sur la durée de vie de cet investissement.

- **Les obligations corporate**

Le spread de crédit rémunère le porteur de la dette privée d'une entreprise par rapport à un placement sans risque.

De l'avis de spécialistes, les spreads de crédit corporate restent attractifs sur les obligations privées même s'ils se sont

resserrés ces derniers temps tanjst sur le segment des entreprises les mieux notées (investment grade) que sur celui des obligations à haut rendement (high yield).

En seulement 4 mois, plus de 130 milliards d'euros d'obligations d'émetteurs privés ont été placés sur le marché.

Le nombre de sociétés qui sont susceptibles de faire défaut en 2009 est toutefois croissant...

- **Les obligations convertibles**

Une obligation convertible est une obligation assortie d'une option sur l'action sous-jacente.

4 facteurs de valorisation interviennent dans celle de l'obligation convertible :

- les taux d'intérêt et le spread de crédit de l'émetteur, sur la partie taux ;
- le niveau de l'action sous-jacente et la volatilité, pour la partie action.

Aujourd'hui, les spécialistes s'accordent à dire que nous nous trouvons dans un contexte historique de décote des obligations convertibles qui permettent de profiter à la fois de la rémunération attractive du crédit privé et du rebond du marché action.

- **Les obligations indexées sur l'inflation**

Les obligations classiques, qui servent un rendement fixe, sont les premières victimes de l'inflation. Créé à la fin des années 1990 l'OATi (obligation assimilable du Trésor indexées sur l'inflation) est une obligation dont le coupon et le prix de remboursement à l'échéance est réévalué pour tenir compte de la hausse des prix depuis le lancement de l'emprunt.

La base d'indexation est calculée à partir de l'indice des prix à la consommation établi tous les mois par l'Insee.

Le pouvoir d'achat des porteurs est ainsi préservé, puisque les intérêts payés progressent avec la hausse des prix, alors qu'à l'opposé les obligations classiques, qui proposent un taux fixe, se dévaluent au fur et à mesure que les prix augmentent.

Il faut également savoir que si l'inflation recule le porteur de l'obligation est assuré de recevoir au moins le taux coupon annoncé lors de l'émission.

Les OATi ne sont pas destinées à occuper un espace trop important à l'intérieur d'un portefeuille car elles ne procurent pas un rendement suffisamment attrayant pour permettre à un capital de s'épanouir sur le long terme, sauf à anticiper un retour en puissance de l'inflation...

Achévé de rédiger le 06 Juillet 2009

Nos renseignements, puisés aux meilleures sources, sont donnés à titre indicatif sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité de SGA Finances. Ils ne sauraient constituer ni un conseil personnalisé, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente