

Stratégie d'investissement



Bulletin trimestriel
Janvier 2010



Éditorial

Nous sommes heureux de vous présenter nos meilleurs vœux pour cette nouvelle année.

En 2009, pour la première fois depuis plus de 60 ans, l'activité mondiale s'est contractée. La récession fut très sévère pour les trois grands pays développés, alors que le monde émergent a été globalement en croissance grâce à la Chine et à l'Inde. Paradoxalement, la récession mondiale a accéléré la migration de ces économies émergentes vers plus de consommation domestique. En 2010, l'économie mondiale, toujours sous perfusion, va retrouver son niveau de croissance de long terme. La dichotomie des rythmes de croissance entre pays développés et émergents restera forte. Cette inégalité en termes de croissance et d'inflation va accentuer les divergences en matière de politique monétaire. Si le défi, relevé, de 2009 était de sortir de la récession, celui de 2010 sera d'infléchir graduellement les politiques monétaires occidentales. Ceci risque de ne pas se faire sans heurts sur les marchés financiers. L'équation des changes sera également complexe. Les sujets d'inquiétude (santé du système bancaire, dégradation des finances publiques) sont légitimes et resteront très présents. Les pays émergents et les entreprises sortent grands gagnants de l'année 2009. Les premiers ont montré leur capacité de réaction, les seconds ont réduit drastiquement leurs coûts et leur endettement. C'est pourquoi la stratégie d'investissement de ce début d'année fait la part belle aux entreprises au travers des actions et obligations d'entreprise et convertibles. 2010 va également marquer le retour de la croissance bénéficiaire. Sans rêver des performances de 2009, les indices boursiers ont encore un potentiel de hausse. L'année sera donc pleine d'opportunités mais riche en rebondissements.

Dominique Netter
Présidente du Comité Stratégique
d'Allocation d'Actifs

Ce document est le neuvième numéro d'une publication trimestrielle sur la stratégie d'investissement et l'allocation d'actifs proposée par le Comité de stratégie d'investissement de La Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque.

Retour à la croissance de l'activité mondiale

La conjoncture reste lisible et favorablement orientée pour les prochains mois aux USA, où la croissance sera plus rapide qu'en Europe, pénalisée par des divergences en son sein. La bonne surprise serait une diminution plus rapide que prévu du chômage aux USA.

Lire en p. 2

Des politiques monétaires divergentes

Des rythmes d'activité et d'inflation contrastés vont se traduire par des relèvements de taux d'une ampleur très différente.

Lire en p. 3

La part belle aux entreprises au travers des actions ou obligations d'entreprise

Les actions disposent toujours d'un potentiel de hausse. Retour de la croissance bénéficiaire.

Lire en p. 4

Focus : le Japon

La chute du commerce international puis sa reprise expliquent en grande partie les variations de l'activité japonaise, pénalisée par la force du yen et l'aggravation de la déflation. Si la Banque du Japon commence à reconnaître la nécessité d'infléchir sa politique, de l'audace serait nécessaire pour inverser ces tendances. Une baisse du yen serait saluée d'un grand coup de chapeau par le Nikkei.

Lire en p. 5

LA COMPAGNIE FINANCIÈRE EDMOND DE ROTHSCHILD BANQUE

S.A. à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 83.075.920 euros, immatriculée au RCS de Paris, sous le numéro 572 037 026
47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08
Tél. : +33 (0)1 40 17 25 25 - E-mail : info@lcf.fr
DOCUMENT NON CONTRACTUEL - Achevé de rédiger le 24 décembre 2009 - RÉDACTRICE : DOMINIQUE NETTER - NILOUPHAR VOSSOUGH

www.edmond-de-rothschild.fr



LA COMPAGNIE FINANCIÈRE
EDMOND DE ROTHSCHILD
BANQUE

Le rouge aura été la couleur dominante de l'année 2009. Rouge car la croissance est venue de Chine, rouge car l'activité mondiale a été en contraction pour la première fois depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, et rouge encore car les déficits budgétaires ont explosé. Les émergents auront été globalement en croissance grâce à la Chine et l'Inde, alors que les pays du G3 auront connu une contraction très sévère de leur économie. La récession mondiale a incité les émergents à accélérer la transition de leur modèle économique au profit de la consommation domestique, d'où leur croissance (par exemple, le marché automobile chinois a détrôné le marché américain). Le défi de 2009, qui était le retour à la croissance pour l'économie mondiale, a été relevé depuis le troisième trimestre. C'est la production industrielle, dopée par la reprise des ventes de voitures, qui en est à l'origine. Cette amélioration conjoncturelle va se poursuivre pendant les prochains mois, soutenue par la poursuite des perfusions que sont la stimulation budgétaire (environ 1 % du PNB mondial) et l'abondance de liquidités. Le défi de 2010 sera, quant à lui, celui de la sortie très graduelle de ces politiques ultra-accommodantes.

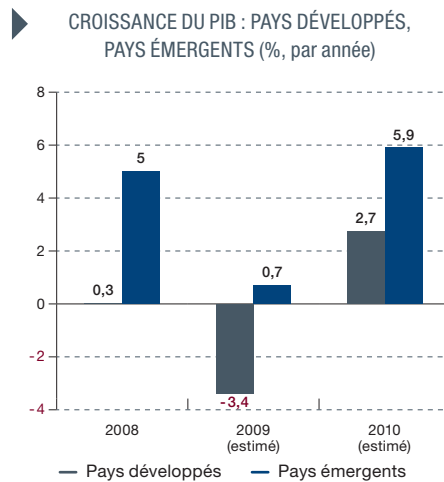
LES ÉMERGENTS TOUJOURS À LA POINTE DE LA CROISSANCE MONDIALE

Le rythme de la croissance mondiale de long terme sera entre 3 % et 3,5 %, mais cette croissance sera inégale et irrégulière : alors que pour les émergents la crise a été un accélérateur, les pays du G3 pansent leurs plaies. Les pays émergents seront encore la colonne vertébrale de l'activité mondiale en 2010. La croissance économique va s'accélérer en Asie hors Japon, tirée par la Chine dont le taux de croissance pourrait dépasser 9 %. Ce chiffre s'explique par la hausse des ventes au détail, de l'investissement public et privé. L'Inde sera également un autre moteur de la zone. En Amérique latine, plusieurs pays, comme le Brésil et le Mexique, vont renouer également avec la croissance.

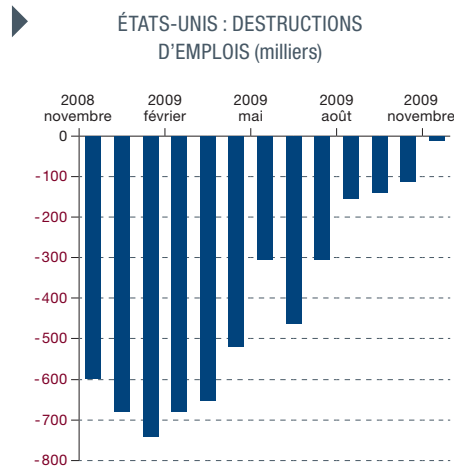
Les pays du G3 connaîtront, eux, un rythme d'expansion très variable : les USA seront en tête et le Japon à la traîne.

Les USA devraient croître au rythme de 2,5 % à 3 %, ce qui est relativement modeste compte tenu de la sévérité de la récession. Parmi les facteurs de soutien figurent le solde du plan de relance (environ 350 Mds\$), le restockage et une reprise en douceur de l'investissement des grandes entreprises qui ont retrouvé la santé. L'immobilier résidentiel y contribuera modestement. Les ménages, qui ont reconstitué partiellement leur épargne, ont un comportement moins frileux. La stabilisation éventuelle du prix des maisons après la fin des subventions budgétaires serait une très bonne nouvelle. Mais la préoccupation majeure reste le niveau du chômage, même si celui-ci commence à plafonner. Sa diminution plus rapide que prévu serait un catalyseur d'une forte amélioration de la confiance des ménages et, *in fine*, de la consommation privée. Cette hypothèse favorable n'est pas à exclure, mais elle suppose que la santé des PME s'améliore, sujet sur lequel le Président Obama veut se pencher.

Pour l'Europe, 2010 sera une année de transition et son rythme de croissance devrait être bien inférieur à celui des USA. Le restockage et le commerce mondial devraient être les principaux facteurs de soutien, car la consommation des ménages ne devrait pas s'accélérer. Les divergences seront encore très vives : la France et, surtout, l'Allemagne tireront la reprise, alors que certains pays comme l'Italie ou les Pays-Bas connaîtront une croissance à peine positive. Le plan de relance allemand (1,4 % du PIB), orienté sur une baisse de la fiscalité des entreprises et des ménages et l'extension des dispositifs de chômage partiel, profitera indirectement à toute la zone. Toutefois, les politiques fiscales restrictives mises en œuvre par les pays les plus fragiles (Royaume-Uni, Espagne, Irlande, Grèce) seront des freins à la croissance de la zone.



Sources : Thomson Financial Datastream



Sources : Thomson Financial Datastream

“La croissance mondiale sera d'environ 3,5 % en 2010.

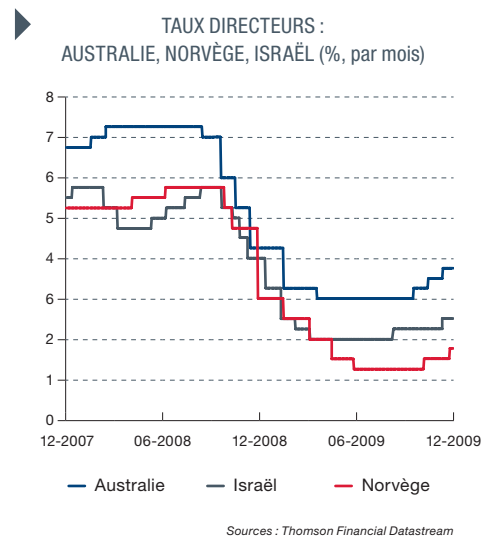
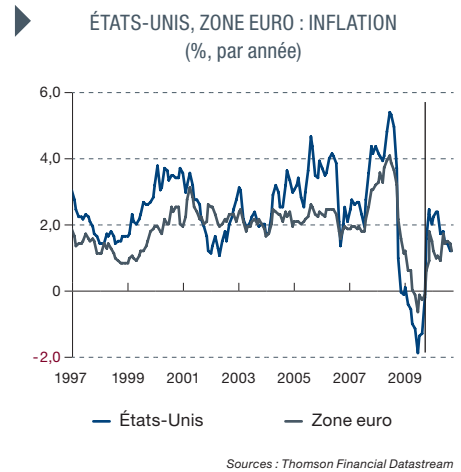
L'attitude des banques représentera un élément important pour solidifier la reprise mondiale. En 2009, les crédits se sont contractés sensiblement à la fois pour les ménages et les entreprises, en raison d'une demande amoindrie et de conditions plus restrictives. Pour 2010, une certaine frilosité est encore à craindre compte tenu de la fragilité des bilans de certains établissements bancaires et des nouvelles régulations en matière de capital et de liquidités des bilans. Ce comportement pénaliserait les PME des deux côtés de l'Atlantique, et l'économie européenne, moins désintermédiée.

DES RYTHMES D'INFLATION DIFFÉRENTS

Aux USA et en Europe, l'inflation publiée vient de repasser mécaniquement en territoire positif et pourrait dépasser le seuil des 2% dans les prochains mois. Mais nul besoin de s'inquiéter : il s'agit d'un rebond mécanique et provisoire, lié à la disparition de l'effet de base favorable du cours des matières premières, énergétiques et alimentaires. L'inflation sous-jacente continue, elle, à décroître graduellement en raison des excès de capacités de production, des pressions sur les salaires et de la baisse des loyers aux USA. De plus, la vitesse de circulation de la monnaie reste déprimée. L'excès de dettes ne milite pas non plus en faveur d'un retour de l'inflation. Les banques centrales américaines et européennes ont d'ailleurs revu à la baisse leurs anticipations pour 2010 et 2011 (inférieure à 1,5% par an). Les seuls risques résideraient dans une envolée du cours des matières premières, ou une brutale accélération de la vitesse de circulation de la monnaie, ce qui n'est pas notre scénario. Il en va différemment pour certains pays émergents, où des pressions inflationnistes se font sentir.

DES POLITIQUES MONÉTAIRES DE PLUS EN PLUS DIVERGENTES

Les divergences de rythme d'activité, d'inflation et de remontée des prix de l'immobilier ont déjà entraîné certains pays développés – comme l'Australie, la Norvège et Israël – à relever leur taux directeur, ce qu'ils vont continuer à faire. La Corée et le Canada devraient leur emboîter le pas. Un certain nombre de pays émergents vont procéder de même, soit en raison de poussées inflationnistes, comme en Inde, soit à cause d'un retour de l'utilisation des capacités de production au niveau pré-crise, comme au Brésil, soit par crainte d'une bulle immobilière, comme en Chine. Mais ces pays font face à un dilemme, car une remontée des taux accentuerait les pressions haussières sur leurs devises en attirant davantage de capitaux. De plus, ils n'ont pas l'habitude d'infléchir leur politique avant les États-Unis. Ils vont donc agir progressivement, ce qui devrait provoquer une appréciation de certaines devises asiatiques. Les inflexions de la politique de la Réserve fédérale et de la Banque centrale européenne seront déterminantes pour l'évolution des marchés financiers. Les taux directeurs ne sont pas seuls en jeu, les taux longs sont également concernés compte tenu des besoins de financement des États. L'exercice est donc délicat entre agir trop tôt ou trop tard, ce qui serait périlleux. Après avoir drainé des liquidités, les banques occidentales devraient au second semestre commencer à relever modestement les taux directeurs, afin de défendre leur crédibilité, et les ramener très progressivement en ligne par rapport à la croissance tendancielle. Cela permettrait d'éviter un dérapage des taux longs et faciliterait le travail des autorités occidentales quand il s'agira d'infléchir la politique budgétaire. Ce scénario semble le plus probable, mais les hésitations entre les trois scénarii seront nombreuses.



“Les banques centrales occidentales devraient infléchir leur politique monétaire au second semestre.”

Quelles sont les caractéristiques du contexte économique et financier pour construire la stratégie d'investissement du début d'année ?

L'économie mondiale retrouve son niveau de croissance de long terme, avec toujours une forte dichotomie de rythme entre les pays du G3 et les émergents. L'infléchissement graduel des politiques monétaires, avec le relèvement très progressif des taux courts, sera difficile à réaliser sans heurts. L'équation des changes sera complexe – rebond du dollar, hausse des monnaies asiatiques ? Sans oublier les sujets de grande fragilité tels que la stabilité du secteur bancaire et la très forte dégradation des finances publiques de certains États. Ces sujets d'inquiétude légitimes restent nombreux et émailleront l'actualité tout au long de l'année. Ils obscurcissent la visibilité et pourraient inciter à une grande prudence. Cependant à tort, car ils laissent de côté les grands gagnants de 2009 : les pays émergents et les entreprises occidentales ou émergentes. Les premiers ont infléchi leurs modèles de développement grâce à la crise, et les secondes ont agressivement comprimé leurs coûts et réduit leur dette. Les entreprises peuvent donc soit commencer à investir, soit faire des acquisitions, soit augmenter les dividendes.

Pour le début d'année, la part belle sera faite aux actions et obligations d'entreprise / obligations convertibles. C'est le portage des obligations d'entreprise qui reste attrayant, car la compression des écarts de taux a été réalisée en très grande partie, notamment pour les obligations bien notées.

ENCORE UN POTENTIEL DE HAUSSE POUR LES PLACES BOURSIÈRES

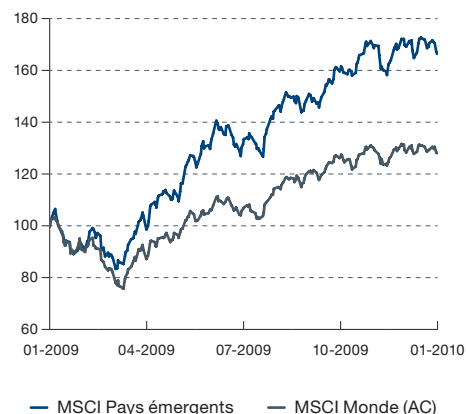
Cette nouvelle étape de hausse devrait davantage correspondre à une normalisation logique avec une activité économique en rythme de croisière. La phase d'expansion des multiples est derrière nous, et les sous-évaluations ont disparu. Maintenant, place à la croissance des bénéfices qui sera moteur. Les attentes sont élevées pour 2010 (de 25 % à 30 % pour toutes les zones) et 2011. Mais, pour les entreprises non financières, la croissance médiane serait de 15 %, ce qui paraît atteignable... La prime de risque reste très au-dessus de sa moyenne de long terme. La bonne surprise pourrait être le retour des investisseurs individuels, absents en 2009. Ainsi, le potentiel de hausse pourrait être un peu supérieur à 10 % pour les marchés européens et américains. Cet objectif sera-t-il atteint très vite ou en fin d'année ? Difficile à dire. Les bases de comparaison sont très flatteuses sur le premier semestre et les inquiétudes sur le second semestre très consensuelles. L'année ne sera pas un long fleuve tranquille...

Les écarts de performance sectorielle devraient se réduire en 2010. Certains secteurs retiennent toujours notre attention comme la santé / biotechnologie, la technologie, l'énergie et quelques titres du secteur des matières premières, l'agrochimie et surtout la consommation privée dans les pays émergents. Mais c'est l'évolution des résultats des entreprises qui deviendra le facteur discriminant. Certaines sociétés vont capitaliser sur les parts de marché gagnées en 2009. Notre préférence va vers les entreprises de qualité à croissance visible et dividende élevé, de petite ou grande taille. En matière d'allocation géographique long terme, les pays émergents doivent être très présents dans les portefeuilles, mais une certaine réserve s'impose à court terme en raison de leurs spectaculaires parcours et de l'optimisme qui les entoure. Une certaine différenciation entre les pays s'impose.

LES EMPRUNTS D'ÉTAT : PEU ATTRACTIFS

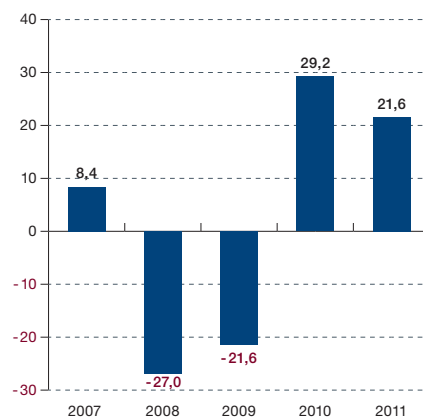
Le risque sur le crédit souverain reviendra régulièrement sur le devant de la scène, car la dette d'un certain nombre de pays développés risque d'être dégradée, alors qu'elle sera vraisemblablement relevée pour certains émergents. D'où une préférence pour les emprunts de ces pays. Par ailleurs, il nous semble que les taux d'intérêt des emprunts d'État longs devraient être orientés à la hausse, de l'ordre de 50 / 75 points de base en raison d'un rythme d'activité supérieur, de l'abondance d'émissions, et de la fin d'achats de titres par les banques centrales.

PERFORMANCE COMPARÉE
DES INDICES MSCI PAYS ÉMERGENTS
ET MSCI MONDE DEPUIS JANVIER 2009



Sources : Thomson Financial Datastream

EUROSTOXX - CROISSANCE
DES BÉNÉFICES PAR ACTION (%)



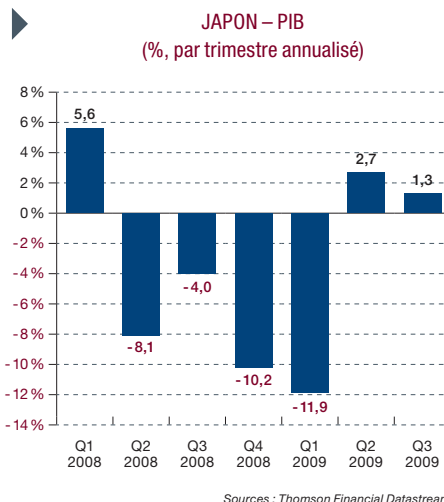
Sources : Thomson Financial Datastream

“Le portage
des obligations
d'entreprise
reste attrayant.”

Le Japon

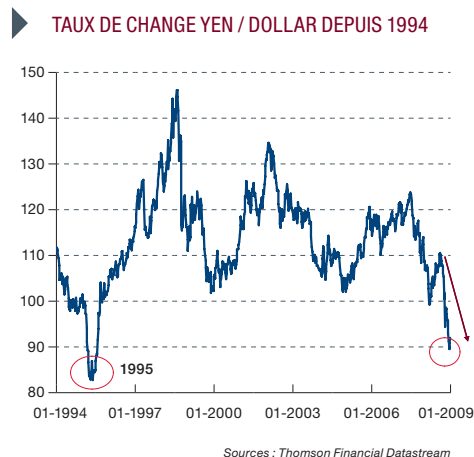
UNE ÉCONOMIE TRÈS DÉPENDANTE DES EXPORTATIONS...

Après une absence de croissance nominale depuis 1995 (0,3 % en moyenne), le Japon a été l'État du G3 le plus durement touché par la chute de l'activité mondiale. En 2009, l'activité s'est contractée de plus de 5 % en raison d'un effondrement du PIB de 11 % au premier trimestre, provoqué par l'arrêt du commerce international. Le plan de soutien lancé en début d'année a permis de revenir à une activité positive. Le redémarrage du commerce international, notamment au sein de la zone asiatique, lui a logiquement bénéficié. Si leur consommation s'est un peu redressée grâce aux soutiens gouvernementaux, les ménages restent très frileux en raison de la stagnation de leurs revenus et des médiocres perspectives d'emploi. De plus, les entreprises, notamment les PME, réduisent toujours leurs investissements afin de restaurer leur situation financière très dégradée. C'est la raison pour laquelle le nouveau gouvernement a décidé de lancer au premier trimestre 2010 un deuxième plan de relance fiscale (1,4 % du PIB). Toutefois, les nouvelles dépenses ne porteront que sur la moitié de ce plan, mais elles devraient permettre de consolider le rythme d'activité autour de 2 %. La demande intérieure pourra ainsi se redresser au cours de la seconde partie de l'année. Les exportations resteront le principal moteur de la croissance, notamment à destination de l'Asie.



PÉNALISÉE PAR LA FORCE DU YEN...

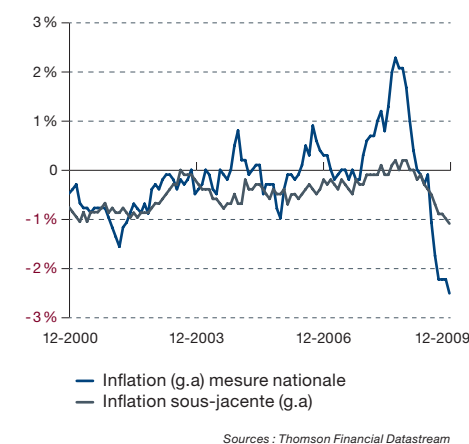
Le yen a renoué tout dernièrement avec les plus hauts de 1995 contre dollar, alors que toutes les raisons d'un affaiblissement étaient réunies sur le plan économique ! La force du yen s'explique en partie par une disposition favorable des sociétés japonaises au rapatriement de leurs bénéfices à l'étranger, et au déboucement de positions de portage. Il s'est apprécié de plus de 20 % contre le dollar et l'euro depuis fin 2007, étouffant les exportateurs et renforçant la déflation. Mais il s'est surtout fortement apprécié contre les monnaies asiatiques. Sur deux ans, le won coréen s'est déprécié de 36 % contre le yen. La Banque du Japon ne dispose d'autre moyen que de vendre massivement des yens pour affaiblir sa monnaie. Pour le moment, elle ne s'est pas lancée dans une opération de grande envergure. Un revirement de la politique de la Banque du Japon et de la Fed pourrait entraîner une baisse du yen qui se substituerait au dollar comme monnaie de portage.



ET LA DÉFLATION PERSISTANTE

L'inflation publiée a été la plupart du temps faiblement négative depuis 1995. Tout récemment, la déflation s'est aggravée pour s'établir à -2,5 % en rythme annuel, en raison de la faiblesse du taux d'utilisation des capacités de production. Face aux inquiétudes et aux pressions du gouvernement, la Banque du Japon a décidé d'injecter des liquidités de manière significative, ce qui a eu un impact positif mais de courte durée sur les marchés des changes et d'actions. Pourtant, l'intérêt d'un recours accru aux injections de liquidités est manifeste pour limiter la hausse du taux de change, et éviter un ancrage profond des anticipations déflationnistes. C'est la raison pour laquelle la Banque du Japon vient de franchir un pas majeur, en déclarant explicitement qu'elle ne tolérerait plus une inflation négative, et que son objectif de hausse des prix était entre 0 et 2 %, avec un point central à 1 %. Ceci devrait se traduire par une utilisation renforcée du bilan de la banque centrale afin d'apporter plus de liquidités à l'économie.

ÉVOLUTION DE L'INFLATION DEPUIS 2001 (% par année)



UNE DETTE GOUVERNEMENTALE RECORD

Si le taux moyen de l'endettement public sur le PNB de l'OCDE se rapprochera de 100 % en 2010, celui du Japon atteindra le double ! Ce taux record s'explique par l'effondrement des recettes fiscales sur l'exercice en cours et résulte également de l'absence de croissance de l'activité, du déficit budgétaire structurel et de l'expansion des dépenses sociales liée au vieillissement de la population. Les émissions obligataires vont atteindre un record l'année prochaine, mais elles seront absorbées

par l'épargne domestique encore abondante. Le Japon dégage un excédent de ses comptes courants et dispose de réserves de change de taille. La question du caractère soutenable de la dette se posera avec une acuité plus grande dans les prochaines années, car le vieillissement de la population implique la baisse structurelle du taux d'épargne des ménages sur le long terme. L'État peut toujours monétiser une dette en monnaie locale. Actuellement, 93 % des obligations d'État sont détenues par les Japonais (sphère publique ou investisseurs privés). Toutefois, sur le long terme, si le Japon n'arrive pas à accroître sa croissance potentielle et/ou à inverser son déclin démographique, l'assainissement des finances publiques constituera un exercice très ardu : attirer des investisseurs internationaux demandera alors des taux plus élevés.

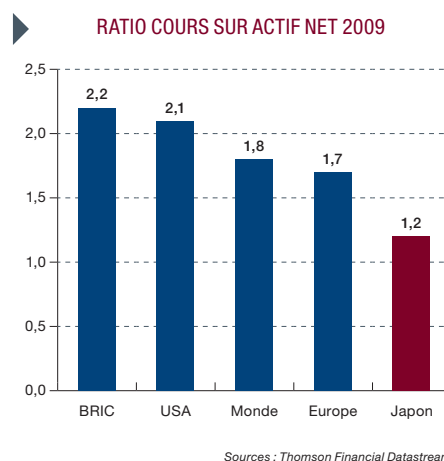
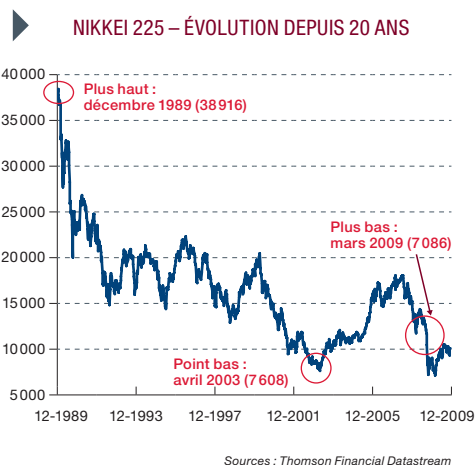
“Le marché japonais pourrait créer la surprise en 2010.”

ET LA PLACE BOURSIFIÈRE JAPONAISE

Il y a 20 ans, le Nikkei touchait son plus haut historique à 38 916 et pesait 40 % de l'indice mondial MSCI. Aujourd'hui, son poids n'est plus que de 8 % et il avoisine le niveau des 10 000. Toutefois, au cours de ces 20 dernières années, il y a eu plusieurs mouvements haussiers de 50 % ; entre 2003 et 2007, le Nikkei a même progressé de 130 %. Sur 2009, il aura réalisé une des plus mauvaises performances : il a totalement décroché à partir d'août en raison de la remontée du yen qui pénalise les entreprises. Les banques japonaises, qui ont sous-performé leurs consœurs occidentales, ont pesé sur l'indice. Elles commencent à rattraper leur retard en matière de sous-capitalisation. Cette place est délaissée par les investisseurs internationaux qui préfèrent l'Asie hors Japon. C'est également un marché difficile à travailler. Des hausses brutales sont souvent suivies de périodes de grande apathie.

Pourtant, selon certains critères de valorisation – notamment le cours sur actif net –, le marché japonais apparaît comme le moins cher au monde. Les profits des entreprises vont rebondir en 2010 - 2011. En effet, les grandes entreprises bénéficient de l'expansion de la zone asiatique et ne sont pas représentatives de la croissance domestique. Leurs coûts de production sont maîtrisés, et elles restent des leaders dans les technologies de pointe. Si les grands groupes de construction automobile, de robotique ou de biens électroniques de consommation sont bien connus de tous, il existe un grand nombre de PME, leaders mondiaux, comme Nidec (75 % de parts de marché de la fabrication de disques durs pour PC) ou Shin-Etsu Chemical (spécialistes des matériaux rares pour les semi-conducteurs). L'entrée en fanfare d'Uniqlo à Paris (filiale de Fast Retailing) met en avant les ambitions internationales de ce groupe textile qui veut concurrencer H&M et Inditex d'ici quelques années.

Si certains éléments plaident en faveur de ce marché, l'affaiblissement du yen sera l'élément déterminant pour un mouvement haussier significatif. Le marché japonais, qui pourrait créer la surprise en 2010, aurait ainsi sa place dans le cadre de mouvements tactiques. Le yen est donc à surveiller de près. Mais il est difficile d'envisager un mouvement durable tant qu'il n'y aura pas plus d'audace dans les politiques monétaires et budgétaires.



Avertissement : les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment du Groupe Edmond de Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe Edmond de Rothschild ou de ses filiales. En aucun cas, la responsabilité du Groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses. Les indices cités sont calculés dividendes non réinvestis.