

# Le retour à la croissance n'est pas le retour à la santé

---

Stratégie d'Investissement 2010

Dominique Netter

Présidente du Comité Stratégique d'Allocation d'Actifs

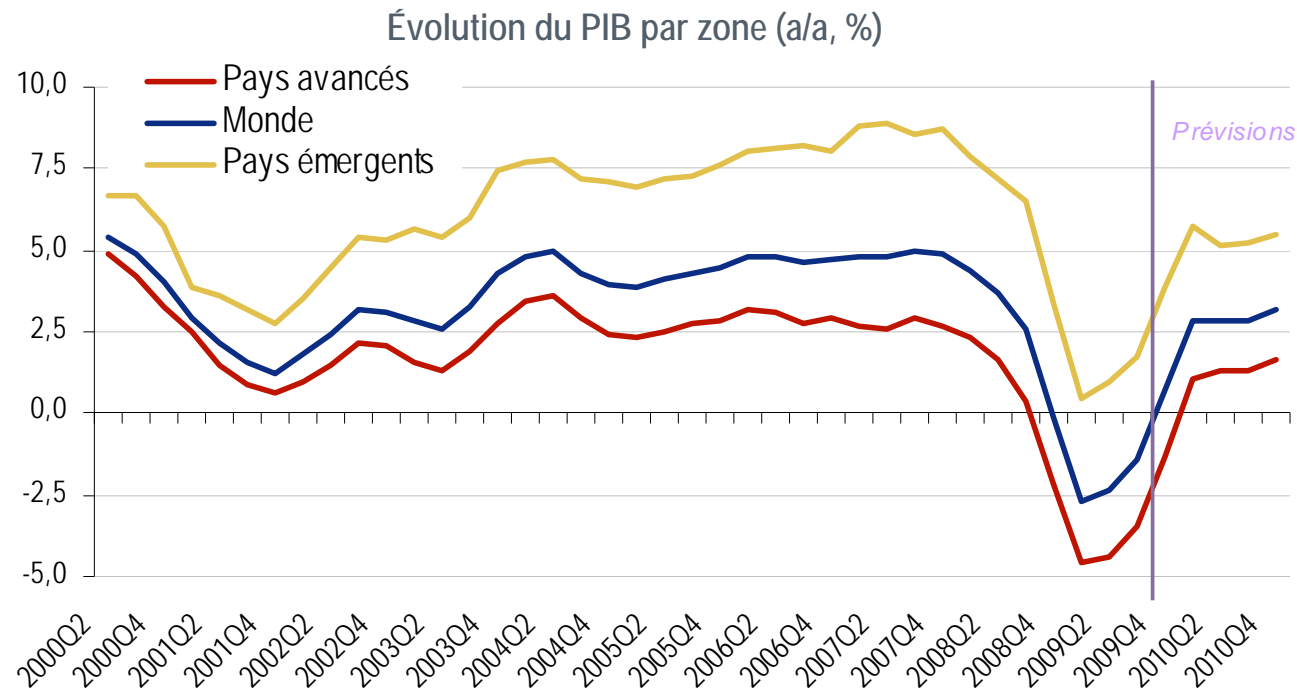
La Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque



LA COMPAGNIE FINANCIÈRE  
EDMOND DE ROTHSCHILD  
BANQUE

# 2009 : la croissance de retour au second semestre

- Grâce aux stimulants retour à la croissance de la production industrielle qui reste inférieure de 12% à son pic
- Récession très sévère pour les pays du G3 mais croissance pour le monde émergent

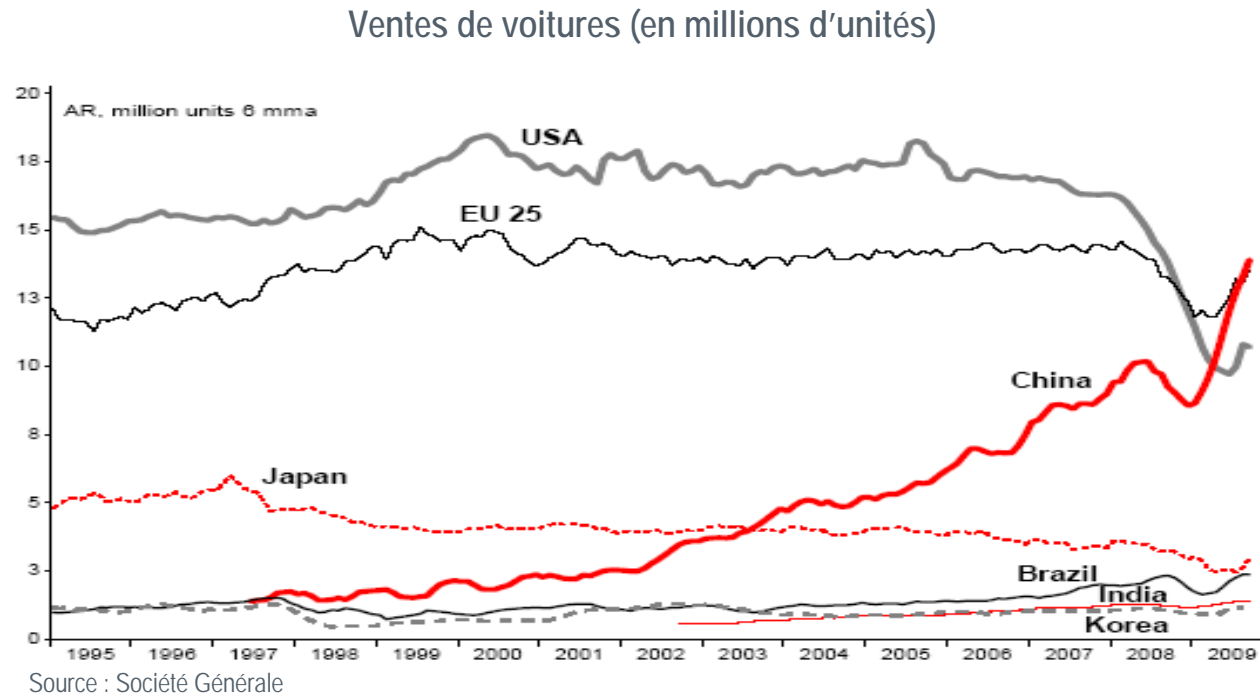


Source : FMI (WEO, oct. 2009)

*L'Asie, hors Japon, s'est redressée en premier grâce à la Chine et à l'Inde*

# 2009 : une histoire de voitures

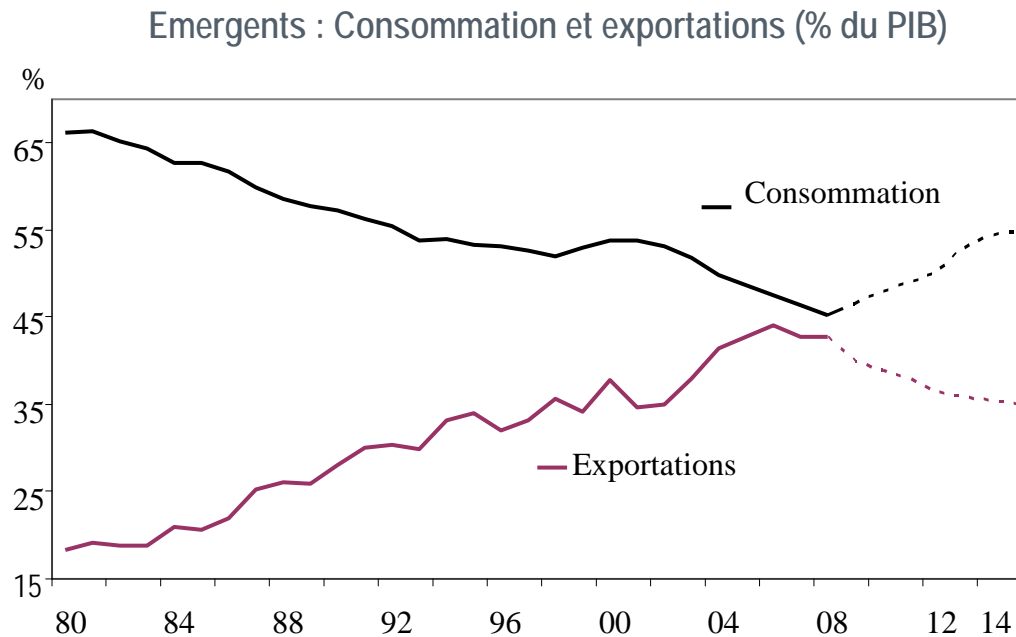
- **Le rebond de la production industrielle est venu de l'industrie automobile** dopée par les incitations fiscales
- **Le marché chinois a détrôné le marché américain**



*Le paradoxe de 2009 : faillite de GM et boom des immatriculations*

# 2009 : inflexion du modèle de développement des grands émergents

- Favoriser la demande privée pour compenser la chute des exportations et assurer la croissance à long terme



*Il faut maintenant compter avec le consommateur émergent qui pèse presque aussi lourd que le consommateur américain*

# En 2010 : poursuite de la reprise synchronisée mais à des rythmes très différents

---

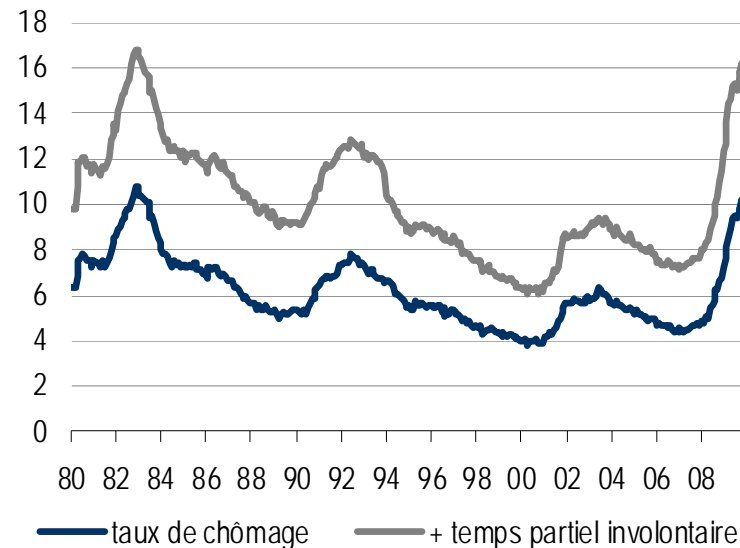
- **Encore des stimulants budgétaires (1% du PIB mondial) et des conditions financières encore expansionnistes**
- **Les moteurs de la croissance seront : la production industrielle, la reprise du commerce mondial et la consommation privée dans les émergents**
- **L'Asie hors Japon continuera à faire la course en tête grâce à la Chine et à l'Inde**
  - ▶ Rebond sensible en Amérique Latine
  - ▶ Amélioration progressive de la situation des pays d'Europe de l'Est
- **Au sein du G3, des rythmes inférieurs à ceux des précédents historiques**
  - ▶ USA en tête
  - ▶ Europe au milieu du gué (taux de croissance inférieur de moitié environ)
  - ▶ Japon à la traîne (d'où un second plan de relance)
- **Pour les pays développés hors G3 (Canada, Australie, etc), une croissance solide**

*Croissance de l'activité mondiale (3/3.5%) grâce à un effet d'acquis très favorable au premier semestre*

# Etats-Unis : le rythme de croissance le plus élevé du G3

- **Des facteurs de soutien pour au moins trois trimestres** : restockage, solde du plan de stimulation, reprise modeste des investissements. L'immobilier résidentiel ne pèsera plus.
- La confiance des ménages **s'améliore doucement avec les premières lueurs sur le marché de l'emploi, le plus dégradé depuis les années 80**. Ceci pourrait peser sur la consommation tout comme la poursuite du désendettement.

Etats-Unis : Taux de chômage (% de la population active)



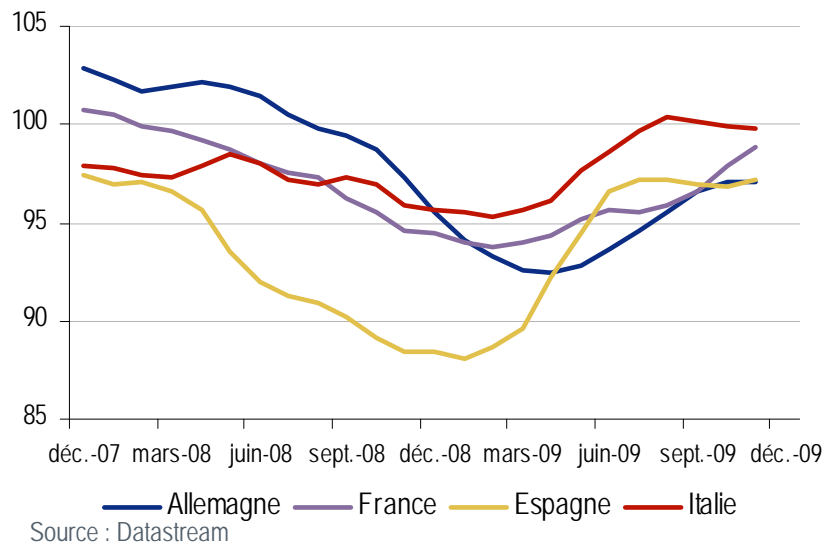
Source : Datastream

*De bonnes surprises ne sont pas à exclure en cas de recul du chômage*

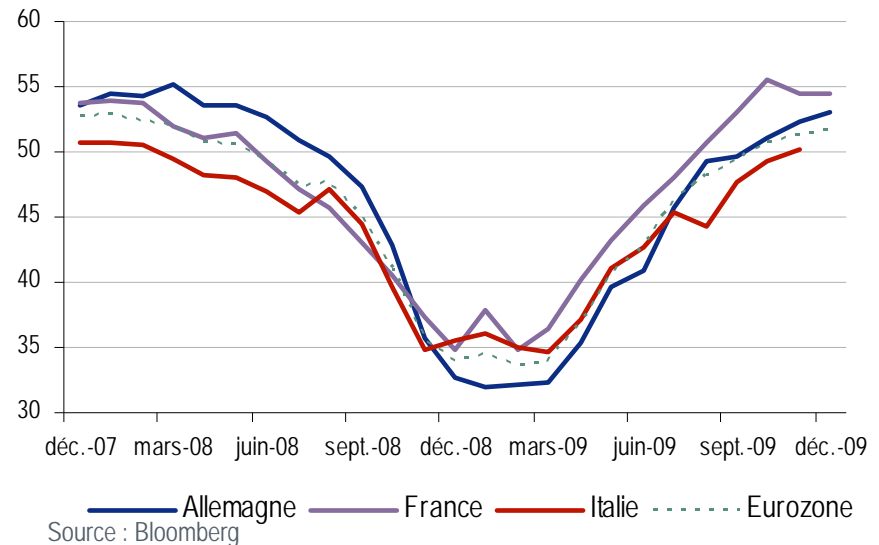
# Europe : redémarrage laborieux

- **Restockage et exportations seront les principaux soutiens temporaires.** La consommation des ménages devrait rester morose.
- **L'Allemagne, grâce à son plan de relance, sera la locomotive.** En revanche, le resserrement fiscal de certains membres va peser.

Confiance des consommateurs (indices OCDE)



PMI manufacturier



*Forte dispersion des taux de croissance au sein de la zone  
qui va perdurer*

# Le point clé de 2010 : la mise en place progressive du sevrage par les banques centrales

---

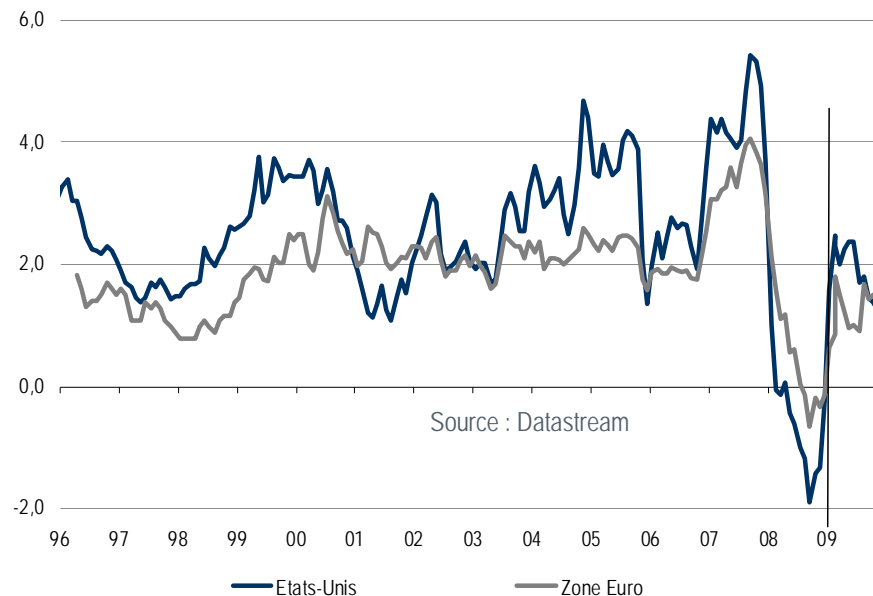
- **Ce mouvement devrait être global mais très modéré. Il faudra beaucoup de temps pour revenir à la neutralité tant dans les pays développés que dans les émergents**
- L'exercice est délicat : le risque est d'agir trop tôt ou trop tard
- **Les pays développés comme l'Australie, la Norvège et Israël vont poursuivre le mouvement de relèvement des taux initié au T3 2009**
  - ▶ Le Canada et la Corée vont suivre
- **Les grands émergents vont le faire très progressivement : Inde, Chine, puis Brésil**
- **La Fed et la BCE vont abandonner leurs mesures non conventionnelles puis relever très graduellement leurs taux directeurs au cours du second semestre**

*Même si les banques centrales sont prudentes et transparentes, cet exercice sera délicat... et pourrait provoquer à-coups et tensions*

# L'inflation ne constitue pas un sujet d'inquiétude pour 2010

- Retour de l'inflation publiée en territoire positif aux USA et en Europe pour des raisons mécaniques. L'inflation sous-jacente reste très contenue
- A surveiller : vitesse de circulation de la monnaie et matières premières
- Quelques pressions inflationnistes au sein des pays émergents...

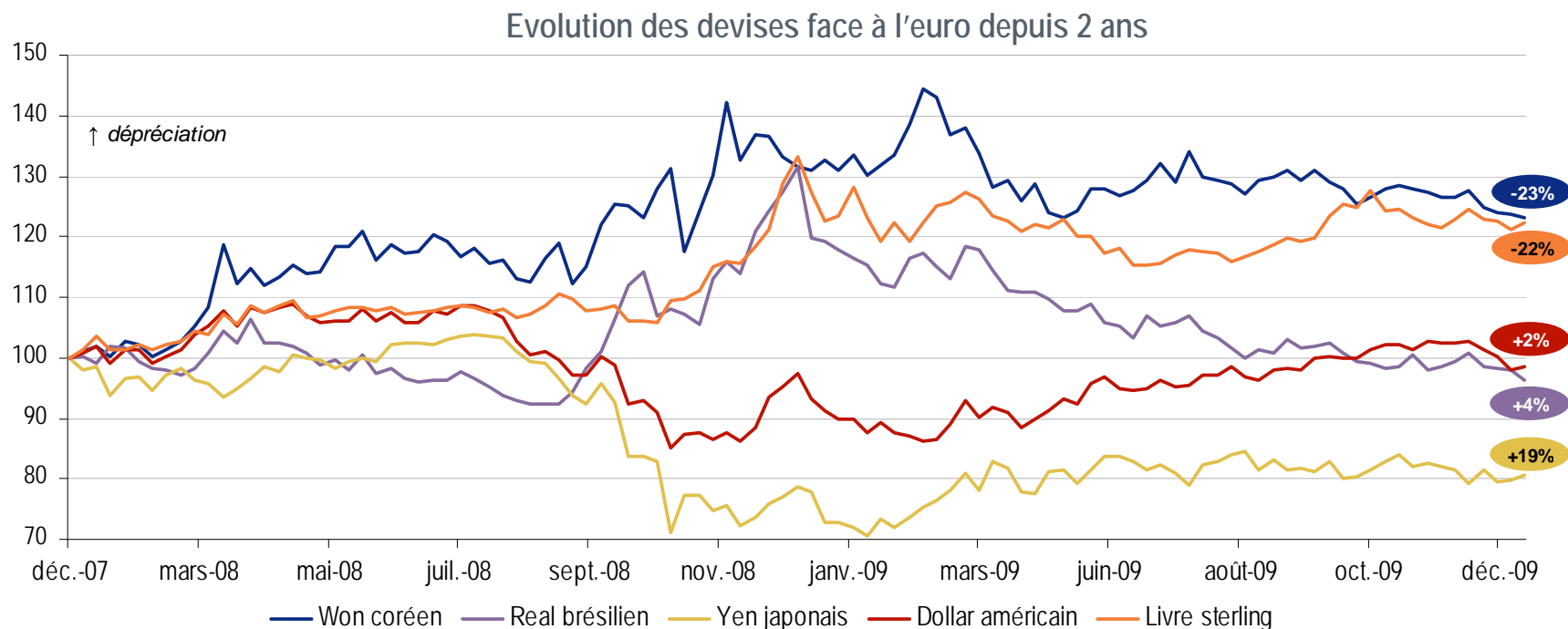
Etats-Unis et Zone euro : Taux d'inflation (% , rythme annuel)



*Divergences de rythme de l'inflation...  
D'où politique monétaire différenciée*

# Les sujets d'inquiétude : l'évolution des parités de change

- ➔ Parités pénalisantes : yen/dollar, réal/dollar, yen/won, dollar/euro,
- ➔ Les monnaies asiatiques (yen excepté) restent sous-évaluées et devraient s'apprécier
- ➔ Le dollar pourrait se raffermir contre l'euro et contre yen



Source : Datastream

*Une réévaluation modeste du yuan diminuerait les tensions*

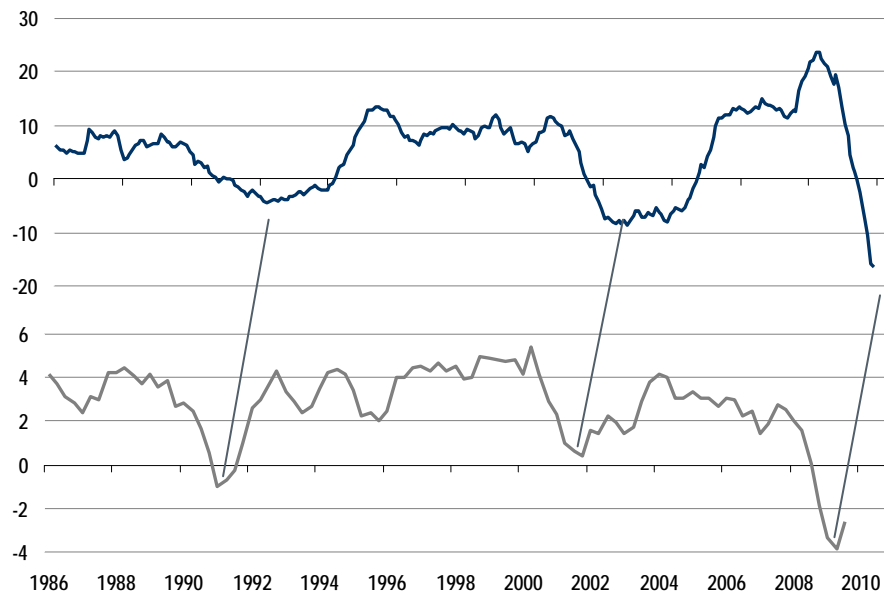
# Les sujets d'inquiétude : le crédit bancaire

## → Sensible contraction du crédit en 2009 aux USA et en Europe

▶ ...à cause d'une moindre demande et de conditions restrictives

## → Fragilité du secteur bancaire et introductions de nouvelles régulations

Etats-Unis : Croissance du PIB et du crédit bancaire (% , rythme annuel)



Source : Datastream

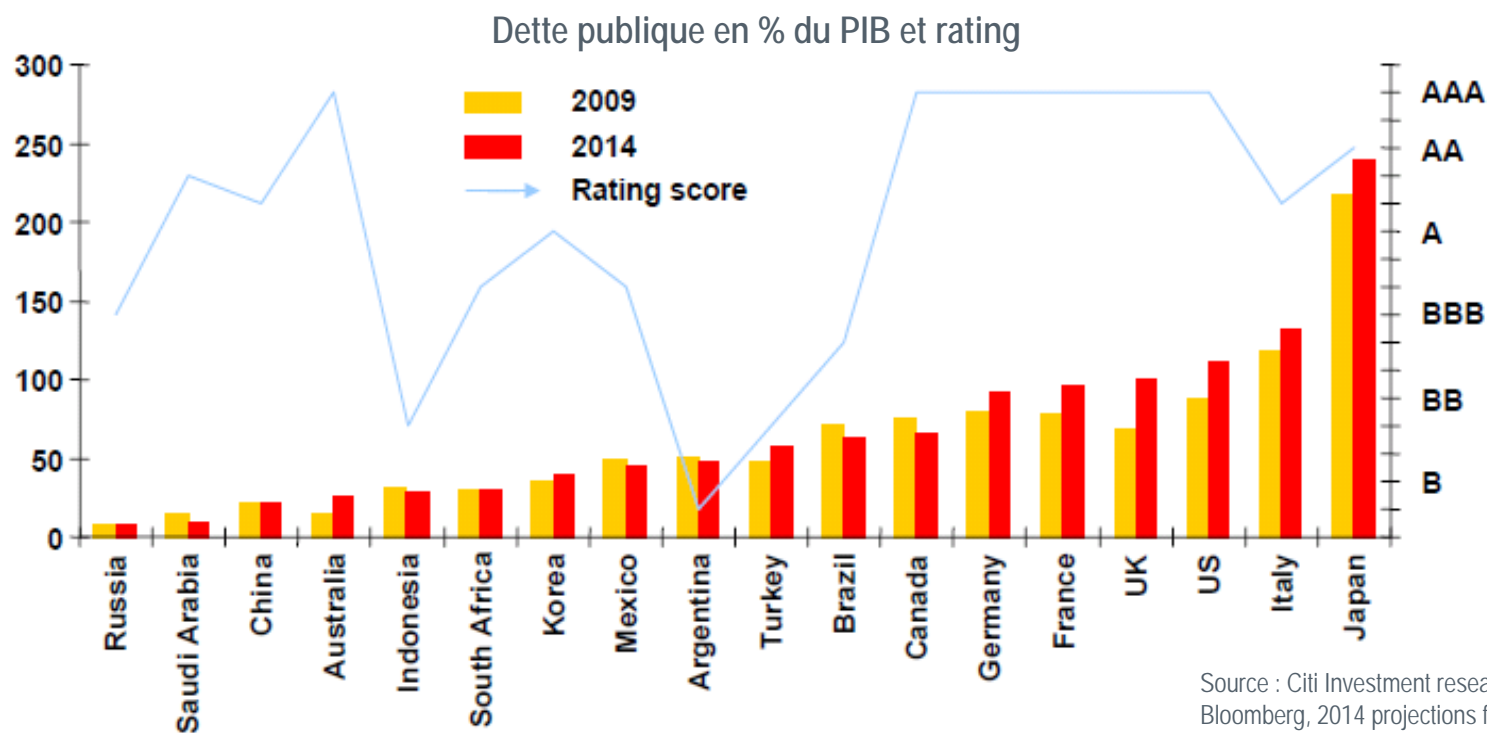
— Crédit

— PIB

*Les banques devraient rester frileuses, ce qui pourrait pénaliser l'Europe et les PME*

# Les sujets d'inquiétude : l'envol de l'endettement public

- ➔ Plus le ratio d'endettement est élevé, meilleure est la notation !
- ➔ L'infléchissement des politiques fiscales débutera en 2011 au plus tôt. Il faudra du temps pour réduire les déficits budgétaires et stabiliser la dette



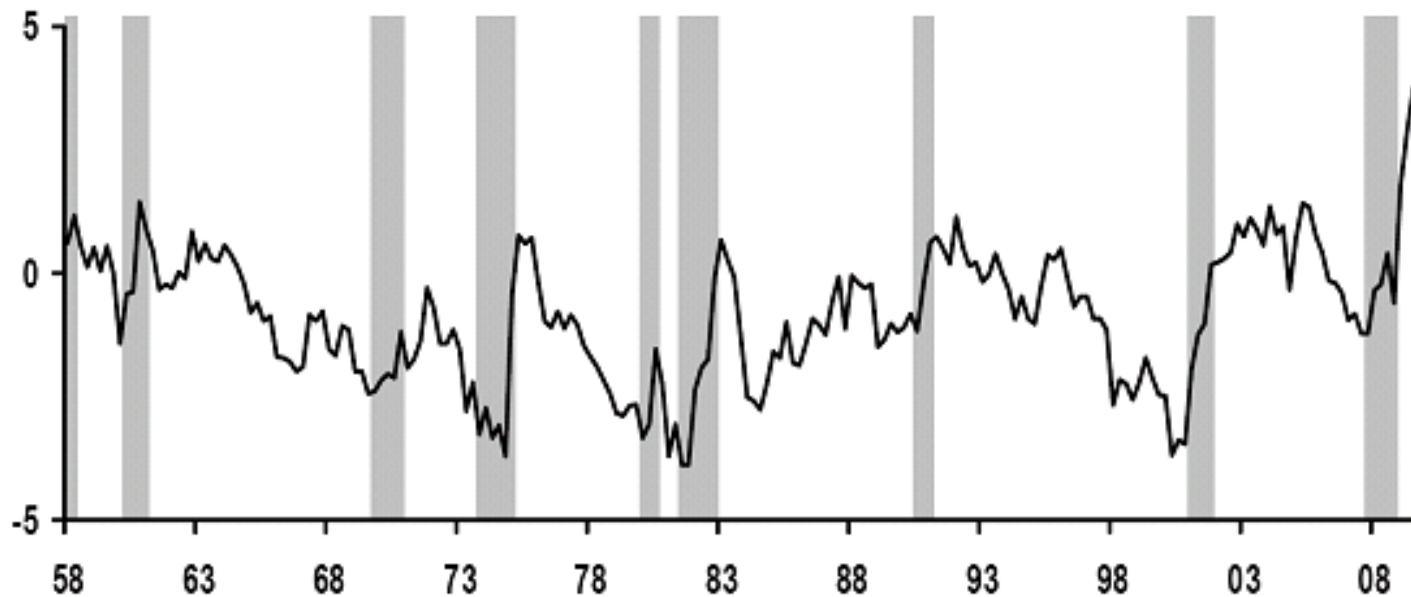
Source : Citi Investment research, IMF, S&P, Bloomberg, 2014 projections from The State of Public Finances

*Des révisions de notations sont possibles*

# Le sujet de satisfaction : la situation des entreprises

- Grâce à une réduction drastique des coûts et des investissements, les entreprises américaines croulent sous les cash flow à l'inverse du gouvernement

Part du cash flow libre des entreprises dans le PIB US en %



Source : BCA

*Tout en gardant des liquidités, elles peuvent investir, distribuer des dividendes ou racheter leurs concurrents*

# Stratégie d'investissement

---

- Poursuite de la reprise synchronisée globale grâce aux perfusions. Le rythme de croissance sera inégal et irrégulier.
- Des politiques monétaires différenciées avec des impacts sur les taux et les devises
- Mais, l'économie mondiale n'a pas retrouvé la santé : excès d'endettement des ménages et des Etats, fragilisation du système financier et caractère auto-entretenu de la reprise pas encore démontré. Des maux surtout propres aux pays développés.



- **Préférence de la sphère des entreprises au détriment de la sphère publique (notamment dans les pays développés)**
- **Des performances honorables pour certaines classes d'actifs, la sous-appréciation des classes d'actifs les plus risquées ayant disparu**

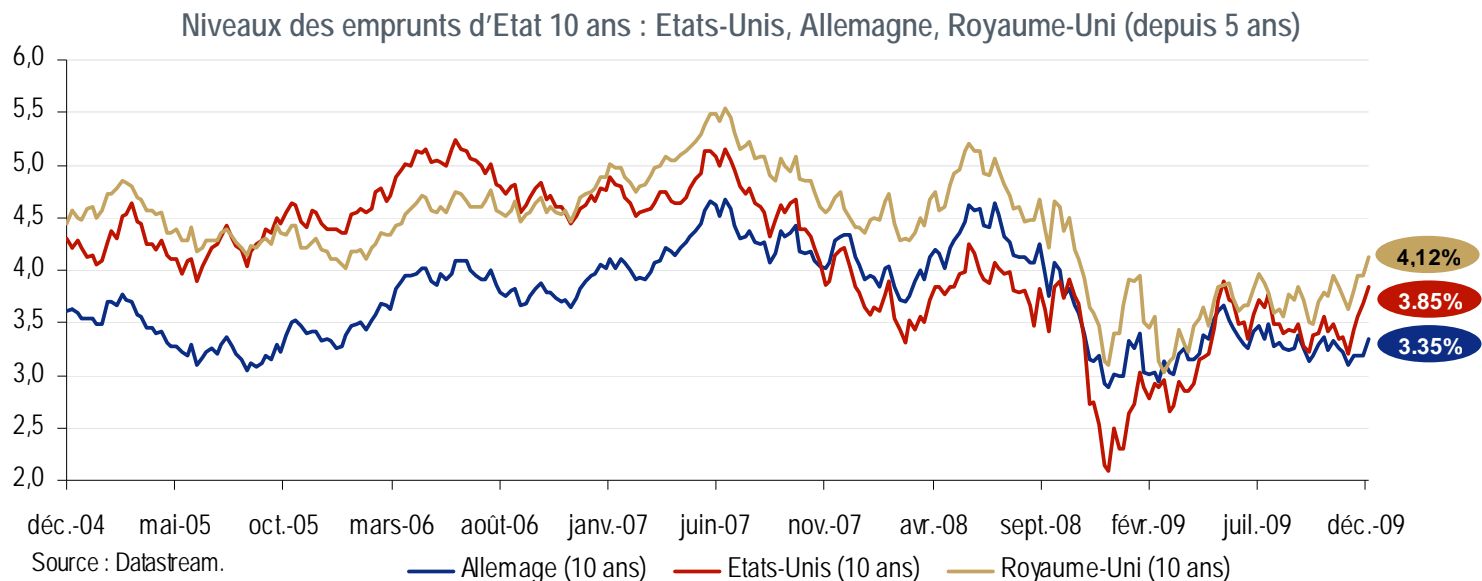
*2010 une année presque normale après 2008 et 2009 ?  
Mais la flexibilité est toujours de rigueur*

# Stratégie d'investissement : emprunts d'Etat

## → Remontée probable des taux américains et européens de l'ordre de 50bps

- ▶ Rebond du niveau d'activité
- ▶ Record d'émissions de titres par les Etats-Unis, le Royaume-Uni
- ▶ Arrêt des achats de titres publics par les banques centrales

## → Zone euro : persistance des écarts de taux entre pays fragiles et le cœur de la zone



*Retours anticipés peu attrayants pour les titres publics américains ou européens*

# Stratégie d'investissement : privilégier les entreprises

## Au travers des obligations d'entreprises

### → **L'attrait : le portage**

- ▶ Les écarts de taux se sont réduits sensiblement à la fois pour les obligations bien notées et le haut rendement

### → **Environnement porteur** : bilan renforcé des entreprises, retour à la croissance bénéficiaire, baisse du taux de défaut

### → **Préférence pour les notations BBB et les maturités plus longues**

### → **Sans oublier les convertibles pour leur sensibilité actions**

## Au travers des actions

### → **Retour à la croissance bénéficiaire en 2010**

### → **Pas d'excès de valorisation**

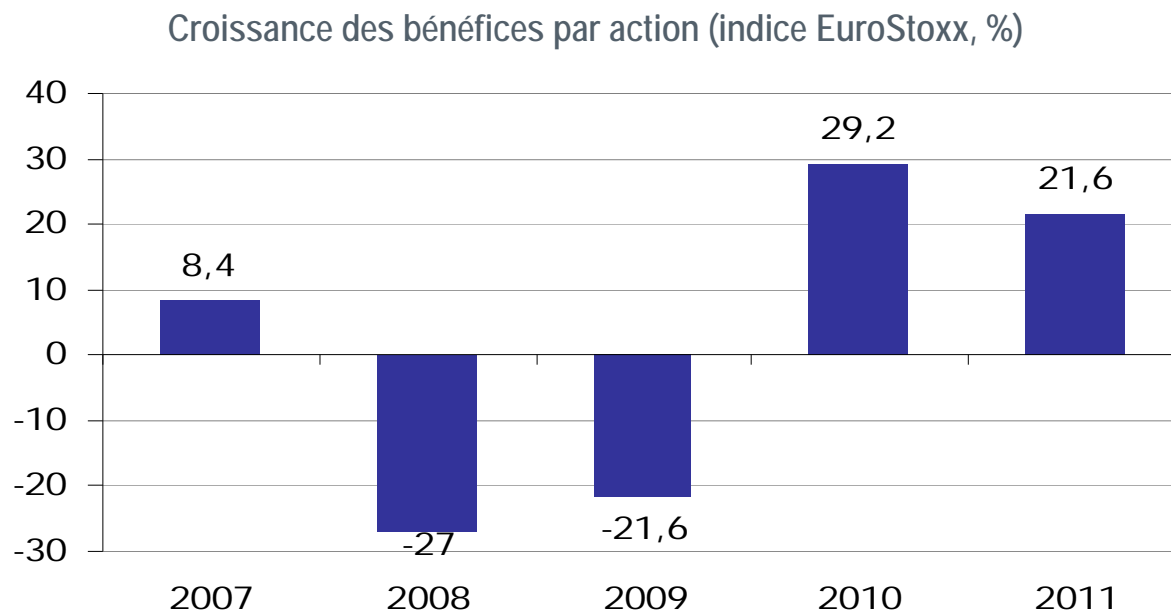
### → **Prime de risque toujours élevée**

### → **Transfert de liquidités au profit des actions**

# Actions : retour à la croissance bénéficiaire en 2010

→ **Croissance ambitieuse pour 2010 et 2011 après une contraction de l'ordre de 50% entre 2007 et 2009. Retour au pic en 2012**

▶ Mais levier opérationnel élevé et effets de base perturbateurs



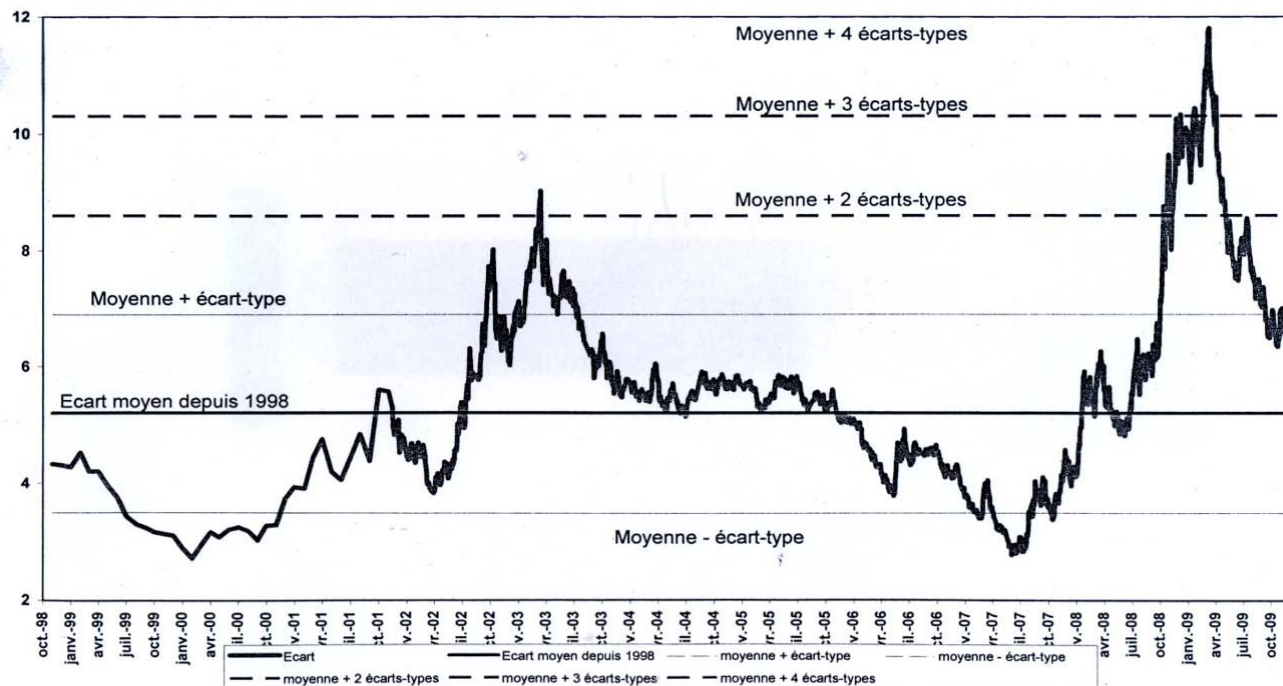
Source : Datastream

*La croissance médiane pour les sociétés non financières est attendue en hausse de 15%, ce qui paraît atteignable*

# La prime de risque reste très élevée

- L'écart de rentabilité attendu par rapport aux obligations reste très au-dessus de la moyenne de long terme

Evolution de l'écart de rentabilité actions – obligations depuis 1998



Source : Club de Gestion Financière : Associés en Finance

*Un recul de l'aversion au risque libérerait un potentiel de hausse*

# Actions : un potentiel honorable

---

- **Potentiel d'appréciation de l'ordre de 10 à 12% pour les marchés européens et américains**
  - ▶ En se basant sur des multiples de capitalisation de long terme (16.5 et 14.0), ce qui implique une contraction des multiples
- **Marchés émergents : potentiel supérieur global pour le MSCI EM...** mais très différencié selon les pays
- **A noter : une base de comparaison très favorable au premier semestre et beaucoup d'interrogations sur le second semestre**
- **La remontée des taux pourrait entraîner une correction**
- **Risques du scénario : tensions sur les changes ou sur les taux, déceptions sur les résultats, trop ou pas assez de croissance**

# Actions : zones, secteurs, thèmes

---

## → Zones :

- ▶ **Ne pas oublier les USA**
- ▶ Toujours **forte conviction sur les émergents** structurellement...
- ▶ ...mais une certaine **réserve à court terme** après le parcours spectaculaire des derniers mois et l'infléchissement de leur politique
- ▶ A ne pas exclure, une surperformance des marchés américains et européens

## → Secteurs :

- ▶ **Santé / biotechnologies**
- ▶ **Technologie / télécoms**
- ▶ **Pétrole / énergie**
- ▶ **Agrochimie**

## → Thèmes :

- ▶ **La consommation domestique dans les émergents** (à décliner au travers de sociétés américaines et européennes souvent moins chères que leurs homologues)
- ▶ **L'appréciation des devises asiatiques**
- ▶ **L'affaiblissement du yen** : un joker pour le marché japonais

# Conclusion

---

2010 : le début de la convalescence avec ses hauts et ses bas  
d'où la nécessité d'être flexible pour saisir les opportunités

**« L'homme du siècle demande des lois et des institutions  
de convalescence qui le brident sans le briser, qui le conduisent  
sans l'écraser »**

Albert Camus