

Séminaire Margaux
15 et 16 Octobre 2009



Compte-rendu des intervenants

Professeur Christian de Boissieu

Président du Conseil d'Analyse Economique auprès du Premier Ministre

Professeur d'Economie à l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Alain Fiorucci

Fondateur de Soprofi

Hugh Simon

Fondateur et Directeur de Hamon Investment Group

Professeur Christian de Boissieu



I. Sentiment sur la crise (où en est-on ? où va-t-on ?)

1. Crise écologique

La crise écologique a démarré bien avant la crise actuelle et elle continuera après.

2. Crise bancaire et financière

Cette crise n'est toujours pas totalement digérée. Des actifs toxiques, non visibles, sont encore présents dans le système financier et bancaire. La question qui reste sans réponse précise à ce jour est celle relative au montant global que représentent ces actifs. De fortes divergences persistent entre les pays. A ce titre, les pays les plus touchés par ce problème sont les Etats-Unis et le Royaume-Uni, tandis que certaines banques françaises touchées sortent des difficultés, notamment Natixis, Calyon et Dexia.

La problématique actuelle tourne autour de l'évolution du marché du crédit, compte tenu de la frilosité des banques de second rang à prêter aux agents économiques, due à une hausse du risque d'insolvabilité des entreprises et des ménages. En plus de cela, la demande de crédit a diminué car la confiance des ménages s'est fortement détériorée et la première préoccupation de ces derniers est la hausse du chômage.

Le fait d'imposer aux banques une augmentation de leur ratio de solvabilité Tier One, *i.e.* le niveau de leurs fonds propres, n'est pas une bonne chose en temps de crise, même si elle est justifiée sur le moyen terme.

En synthèse, le système bancaire et financier actuel est un système pas encore stabilisé auquel des contraintes ont été légitimement ajoutées, mais on ne saurait sous-estimer l'importance du calendrier.

3. Crise économique

La vitesse à laquelle les marchés actions ont progressé ces derniers mois est impressionnante, soutenue par des données économiques moins mauvaises qu'anticipées. Aujourd'hui, la croissance des pays de la zone européenne est proche de zéro, et tout porte à croire que la figure que prend l'économie est un « L » dont la partie inférieure est une pente légèrement positive. L'anticipation de croissance fournie par le FMI pour la zone euro en 2010 est de +0,3% (celle pour la France est de +0,9%), ce qui marquera une fin de récession mais l'environnement économique restera maussade.

Les moteurs de croissance actuels sont le rebond des grands marchés émergents, notamment la Chine, et les plans de relance des gouvernements.

Toutefois, l'acceptation du dollar par les créanciers mondiaux, devenant sujet de discussion, et le problème de confiance des entreprises avec le recul de l'investissement productif, constituent des préoccupations majeures de l'environnement économique actuel.

4. Fragilité sociale

La confiance des ménages s'est détériorée ces derniers mois, les craintes étant principalement liées à la hausse du chômage. Ces craintes sont justifiées puisque le taux de croissance minimum estimé pour que le taux de chômage commence à se stabiliser est de 1,5% par an. En France, le problème du chômage affecte et affectera plus qu'avant les jeunes diplômés quelle que soit leur formation d'origine. Le taux de chômage des jeunes est deux à trois fois supérieur au chiffre national. La deuxième facture que les « jeunes » auront à supporter est le remboursement de la dette publique, sur les moyen et long termes. Il y a là un double conflit intergénérationnel qui ne dit pas son nom, mais qui est une source de fragilité.

II. Quels sont les défis de la sortie de crise ?

1. Chômage

Les agents économiques craignent que le chômage ne reproduise le schéma des années 1970-1980, c'est-à-dire que le taux de chômage croisse plus vite qu'il ne décroîtra après la crise.

En France, la flexibilité du marché du travail s'est améliorée dans le sens où l'offre s'adapte plus rapidement à la demande. Néanmoins, la question qui se pose est de savoir combien de temps il va falloir pour revenir à un taux de chômage entre 7% et 8%.

2. Déficit et dette publics

Sur le court terme, il sera difficile de résoudre le problème. Les événements récents ont montré les limites du pacte de stabilité et de croissance. En fin de crise, il sera important pour les pays membres de la zone euro de s'entendre sur de nouvelles clauses communes.

Quatre voies peuvent être envisagées pour remédier au problème du déficit et de la dette publics :

- Une croissance entraînant des rentrées fiscales accrues
- Une hausse des taxes : cette piste ne devrait pas être privilégiée en France car le niveau actuel des taxes est déjà élevé

- Une maîtrise des dépenses : elle se fera dans un premier temps au niveau de l'Etat, dans une deuxième à celui des collectivités locales. Le régime de sécurité sociale pourrait être modifié.
- Un retour de l'inflation au sens strict, qui semble peu probable. L'inflation va rester sur les marchés d'actifs, avec le passage d'une bulle à l'autre.

3. Politique monétaire et inflation

Les Banques Centrales des pays du G7 ont géré la crise par trois voies :

- Une baisse des taux directeurs,
- Une hausse des liquidités accordées aux banques en ayant besoin. Les Banques Centrales ont joué leur rôle de prêteur en dernier ressort sur le marché interbancaire,
- Un « open market » total (politique monétaire dite non convertible) : depuis la faillite de Lehman Brothers, les Banques Centrales ont acheté des titres émis directement par les entreprises elles-mêmes.

Les Banques Centrales vont arrêter prochainement la politique monétaire non conventionnelle.

En ce qui concerne le premier mode d'action, *i.e.* la variation des taux directeurs, il s'agit d'une variable d'ajustement qu'elles pourraient encore utiliser, mais pas sur un horizon temporel court. Aujourd'hui, il n'y a pas de véritable risque d'inflation. Le chômage continue de progresser et le crédit a beaucoup ralenti. Cela implique qu'il n'y a aucune raison de remonter les taux à court terme. D'un point de vue prédictif, Christian de Boissieu n'anticipe pas de hausse des taux directeurs avant le deuxième semestre 2010.

A l'heure actuelle, le risque inflationniste est absent de l'environnement économique car l'évolution des prix est en léger recul depuis près de cinq mois et ne redeviendrait positive qu'à partir de fin 2009.

Nous distinguons deux types d'inflation :

- L'inflation au sens habituel va rester sous contrôle à l'horizon des trois-quatre prochaines années. Cela s'explique par l'omniprésence de la mondialisation, favorisant une concurrence très élevée, faisant pression sur les prix, et par la hausse du chômage, qui réduit la probabilité d'une inflation salariale.
- L'inflation sur les marchés d'actifs, caractérisée aujourd'hui par une bulle se dessinant sur les Bons du Trésor américains et sur les obligations de certains Etats. Comme toute bulle, elle devrait éclater à terme, sous un horizon de deux à trois ans. Cet éclatement devrait provoquer une hausse des taux d'intérêt à long terme. Une nouvelle bulle se créera alors sur un autre marché d'actifs.

4. Taux de change

Le marché du change constitue une problématique majeure actuelle. Le déficit américain est trop élevé pour penser que le dollar puisse continuer à se maintenir à son niveau actuel. Des montants colossaux de dollars sont déversés dans le monde, dans les réserves en devises de nombreuses Banques Centrales, notamment en Chine. Le gouvernement chinois n'a ni l'obligation ni aucunement l'intention d'augmenter la valeur de sa devise, ce qui risquerait d'impacter son avantage compétitif en termes de productivité. Quoi qu'il en dise, il défendra à court terme la place du dollar, qui reste la monnaie de réserve par excellence.

Parce que la Chine voudra suivre le dollar à la baisse, que la livre sterling va demeurer faible et que les Japonais vont tout faire pour éviter la montée du yen, c'est l'euro qui risque de grimper, avec les effets négatifs pour notre compétitivité et notre croissance.

III. Le monde va-t-il changer ?

Deux réponses sont possibles en fonction de l'angle considéré. Dans un premier temps, il conviendrait de dire : « Oui, le monde va changer » car les équilibres économiques mondiaux changent. Aujourd'hui, à l'image de la reconnaissance et du rôle du G20, les pays émergents ont un rôle important à jouer au niveau international.

D'un autre côté, il semblerait plus raisonnable d'attester que « Non, le monde ne va pas changer » dans son aspect fondamental. Le G20 va avoir du mal à faire évoluer les comportements bancaires et financiers ancrés dans la culture de l'économie mondiale.

IV. Allocation d'actifs

Christian de Boissieu anticipe que l'ajustement des prix sur le marché immobilier n'est pas terminé. La correction devrait se poursuivre, inégale selon les pays.

L'Or, qui sert de valeur refuge, surtout lors des grandes phases d'inflation, ne constituerait pas un investissement intéressant à moyen-long terme, notamment puisque le risque inflationniste est écarté de son analyse.

Le marché obligataire devrait voir l'émergence de bulles sur certains de ses sous-segments (ceux liés aux dettes publiques).

Les marchés financiers émergents, principalement les marchés asiatiques et sud-américains, constituent un investissement intéressant, compte tenu de la croissance de ces pays, à l'exception de la Russie à court terme. Toutefois, le risque principal lié à ces marchés reste celui de la liquidité.

La volatilité va rester forte sur les bourses des pays les plus avancés. Cependant, la tendance des indices boursiers devrait rester favorablement orientée, même s'il ne faut pas s'emballer...

Alain Fiorucci (Soprofi)



I. Occuper l'espace disponible – Un principe universel

Les Etats-Unis ne peuvent être blâmés de l'avoir appliqué. Dans le contexte dénué de tensions inflationnistes des vingt dernières années, ils ont pratiqué une politique offensive de croissance pendant que la plupart des grands pays industrialisés se contentaient d'attendre passivement leur reprise de l'extérieur. La mondialisation a amplifié le clivage entre les deux approches. L'économie américaine a continué de jouer le rôle de moteur des échanges internationaux. La longue croissance dont elle a bénéficié a renforcé la confiance des agents économiques si chère aux banquiers centraux mais la confiance peut devenir la mère de tous les excès. Il ne faut donc pas s'étonner que la dernière récession, comme les précédentes, soit partie des Etats-Unis.

Si la mondialisation a déclenché un boum des échanges qui a profité à tous, elle a provoqué une augmentation de la demande de matières premières à laquelle l'offre ne pouvait s'adapter au moins à court terme. La hausse de leurs cours qui en a résulté a contribué à l'affaiblissement de la conjoncture américaine avec ses conséquences pour les autres pays. La Chine a bien compris l'enjeu, qui n'a eu de cesse de se constituer des stocks compte tenu de sa demande en forte expansion. Dans un tel contexte, la seule réponse passe par la productivité et la flexibilité. La zone euro prise dans le carcan de Maastricht a non seulement vu sa croissance freinée mais elle a subi une déprime plus profonde que celle des Etats-Unis sans avoir leur capacité de rebond. Le Japon n'arrive pas à assurer sa reprise. Il reste enlisé dans une situation qui menace régulièrement de se transformer en récession. Dans un environnement très compétitif, les pays émergents se retrouvent les mieux placés pour profiter des phases de croissance en raison de leurs coûts de production très bas.

II. La crise ?

On veut croire que la Chine est devenue le moteur capable de relayer les Etats-Unis dans leur rôle d'animateur de la croissance mondiale. Si la première est considérée avoir une telle vocation, les seconds lui offrent le carburant sans lequel elle connaîtrait des moments difficiles. Son plan de relance de 4000 de yuans l'a aidé à amortir la crise mondiale mais la contribution de ses exportations est indispensable à la réalisation de son ambition de croissance de 8 %.

La crise de 2008-2009 commencée aux Etats-Unis a été due à une panne de croissance avant de devenir un naufrage financier. Les banques centrales ont coordonné leur actions avec les Trésors pour arrêter une déprime que d'aucuns voyaient se transformer en dépression. La chute spectaculaire de la production doublée de la faillite de grandes établissements financiers et le plongeon des bourses ont ravivé de lointains mais douloureux souvenirs. Néanmoins, la crise est devenue presque banale à partir du moment où tout a été fait pour éviter l'effondrement des systèmes bancaires. Les « subprime » et Lehman Brothers ont eu un impact très négatif mais même sans la faillite de Lehman la récession aurait été profonde.

La demande s'étant relativement bien tenue, la baisse de l'offre s'est arrêtée quand les stocks ont été réduits. La reprise est revenue au milieu de l'année grâce au redressement rapide de l'économie américaine.

III. Les faux problèmes

L'endettement des ménages américains revient sur les devant de la scène économique à chaque récession mais il importe peu dans les faits. Si les budgets nationaux connaissent des déficits impressionnants, la situation ne souffre pas d'autres choix. La montée de l'euro n'a pas l'impact négatif qu'on lui attribue. Il n'y a qu'à regarder les résultats du commerce extérieur de l'Allemagne pour s'en convaincre. La monnaie importe moins que l'efficacité des appareils de production. Et il est vrai qu'à ce jeu, l'Allemagne est dans une meilleure position que ses partenaires de la zone.

IV. Les vrais enjeux

L'offensive est la réponse à une concurrence renforcée qui échappe à tout contrôle. Les sociétés se retrouvent dans un contexte dans lequel elles se doivent d'investir. La déprime a provoqué le mouvement inverse. La productivité ne s'est améliorée que grâce à des coupes dans les coûts. Une relance de la demande aurait encouragé l'investissement.

Le monde se répartit en trois groupes :

- les Etats-Unis conservent une capacité remarquable d'adaptation,
- une Europe vieillie sous le joug de Maastricht et un Japon menacé de déprime,
- les marchés émergents, qui possèdent un outil de production très compétitif.

V. Une dynamique déflationniste

Les entreprises, en contenant tout dérapage de leurs coûts participent à l'entretien de pressions déflationnistes. Les plans de relance n'ont pas changé cette situation.

Aux Etats-Unis, les \$787 milliards de l'ARRA ont contenu la récession mais ils n'ont pas contribué à la reprise. Les collectivités territoriales, en déficit alors que cette situation n'est pas autorisée, auraient été obligé de licencier plus de personnels qu'elles ne l'ont fait.

La mondialisation a renforcé une pression de la concurrence qui freine le démarrage de la reprise. Les discounts sont devenus une règle pour attirer le chaland.

VI. Le dollar

Le dollar est victime du rôle des Etats-Unis, qui en demeurant un pays faisant le choix de la relance s'expose à une faiblesse de sa monnaie.

Lorsque l'Allemagne augmentera sa consommation, il remontera. Aujourd'hui, il reste pénalisé par des politiques économiques aberrantes dans la zone euro et au Japon.

VII. Conclusion

Le dollar conserve une tendance baissière mais désormais limitée.

Les taux longs sont destinés à toucher des plus bas historiques en 2010 en raison de tensions déflationnistes sous-jacentes.

Les Bourses ont connu une hausse spectaculaire au cours des derniers mois. La reprise est là grâce à l'offre mais elle est mal assurée. Il est donc prudent de disposer de liquidités en profitant de la montée des cours.

Le contexte économique demeure très favorable aux entreprises. La moindre embellie a donc des effets sur les marges et sur les bourses mais le pouvoir d'achat des ménages n'augmente pas et le chômage continue de s'accroître. Sans le renforcement de la demande, la reprise serait très fragile. Un repli des cours interviendrait tôt ou tard. Il offrirait une opportunité de revenir sur les marchés car de nouvelles mesures de relance seraient vite prises.

Hugh Simon (Hamon Investment Group)

Hugh Simon est un des gérants d'Asia Pacific Performance, à hauteur de 20% de l'encours, *i.e.* 130 millions de dollars pour sa part.

I. Profil de la société de gestion

Hamon Investment Group (HIG) est une société de gestion basée à Hong Kong, spécialisée dans la gestion de portefeuilles actions depuis 1989. Les encours totaux sous gestion à fin septembre 2009 s'élevaient à 1.8 milliard de dollars. HIG est en partenariat avec BoNY Mellon Corporation, qui détient une part minoritaire du capital du groupe, depuis plus de 10 ans.

HIG est régulée par la SFC à Hong Kong et par la SEC aux Etats-Unis.

L'équipe d'HIG compte 24 membres dont les compétences sont complémentaires. 13 personnes (voir ci-dessous) sont des membres de l'équipe de gestion et 11 ont des fonctions supports.

	Hugh Simon	Nina Wu	Bernard To	Abhijit Sakar	Monika Yang	Warren Wang	Lisa Jiang
		CFA	CFA				
	Chief executive	Investment Director	Senior Fund Manager	Fund Manager	Fund Manager	Fund Manager	Assistant Fund Manager
Coverage	Overall	Greater China; Emerging China	Regional Asia	India & Asean	Taiwan, Korea & Tech	China	China
Experience in Asian Markets	Over 25 years	11 years	10 years	10 years	10 years	10 years	4 years
Experience Pre-Hamon	Lazard, Shroders	Hua An Fund, Everbright	IBJ, Daiwa	Birla Sun Life	NITC, HSBC	BoCom / Schroders, CITIC	Pamir, Everbright

	Pitchayada Ruanglek	Philip Cheng M Com	Christopher Chu	April Chan	Edmond Wong	Lai Chong Au
					MBA, FCPA, ACS	
	Assistant Fund Manager	Financial Analyst	Research Analyst	Research Analyst	Chief Financial Officer	Marketing & Client Services Manager
Coverage	Asia Convertible Bond	Tech & Portfolio Analytics	Asian Economics	Asean & Portfolio Analytics	Finance & Operations	Marketing & Client Services
Experience in Asian Markets	10 years	2 years	2 years	1 year	Over 15 years	10 years
Experience Pre-Hamon	Hindsight, Credit Suisse	UNSW	CLSA	University of Toronto	Allianz, Dresdner, Indosuez W I	Delta Asia

II. Philosophie et style de gestion

La méthodologie de construction de portefeuille s'appuie sur une analyse fondamentale des titres délaissés ou peu couverts par les analystes « sell side ». Il ne s'agit aucunement d'une gestion benchmarkée. Le gérant ne dispose d'aucune contrainte en termes de capitalisation boursière pour la sélection de titres, bien que, par construction, le portefeuille ait aujourd'hui une dominante mid-cap. Il s'agit d'une approche bottom-up où la sélection de titres spécifiques de sociétés en phase de démarrage ou d'accélération de leur croissance est au cœur du processus d'investissement. Pour qu'une valeur soit sélectionnée il convient qu'un catalyseur pouvant acter une évolution positive dans l'entreprise soit présent.

Le portefeuille est assez concentré avec entre 50 à 60 lignes en permanence.

De nombreux échanges d'idées s'effectuent entre les différents gérants d'HIG.

III. Vues sur les marchés asiatiques

Le sentiment général sur la zone s'améliore et d'importants flux de capitaux se présentent sur les marchés actions de la zone. L'économie chinoise a montré des signes précurseurs de rebond et les effets positifs des packages fiscaux implémentés par le gouvernement sont désormais visibles. Du côté de l'Inde, de nombreux afflux de liquidités parviennent également, matérialisant le retour de la confiance sur ce marché, principalement liée aux réformes récentes.

Une des raisons incitant les investisseurs à revenir sur les marchés actions fut la faiblesse des taux d'intérêt. Cet afflux massif de liquidités a eu pour conséquence de tirer les marchés actions asiatiques fortement vers le haut. Actuellement, ce sont les fondamentaux économiques qui prennent le relais de la croissance des marchés actions.

Les données économiques sur l'ensemble de la région continuent de montrer l'amélioration des activités économiques et de la confiance des ménages. A cela s'ajoutent des données meilleures sur l'économie américaine, qui reste un moteur de soutien aux entreprises exportatrices asiatiques.

En Chine, deux des secteurs privilégiés par Hugh Simon sont ceux des infrastructures et de l'immobilier/construction car ils jouent un rôle central dans la stabilité et la croissance économiques. Le développement des liaisons rapides entre les grandes villes et les villes de taille moyenne représente un enjeu important pour la population qui peut ainsi bénéficier d'un accès rapide sur son lieu de travail, tout en désengorgeant les villes principales. Le secteur de la construction dans les villes secondaires bénéficie mécaniquement de ces développements infrastructurels.

Un autre secteur très en vogue actuellement est celui des sociétés internet, les Chinois demeurant de grands joueurs qui dépensent chaque mois une partie de leur budget sur la toile.

Autre thématique tendancielle du moment : la charte écologique. Les gouvernements asiatiques concentrent leurs efforts sur l'environnement et ont proposé des réformes pour soutenir le développement de « l'économie verte ».

La croissance des bénéfices pour 2009 et les prévisions pour 2010 reste forte, sans compter les révisions de bénéfices s'améliorant constamment.

Les partenariats entre les pays de la zone sont bénéfiques à tous. Des accords ont été signés entre la Chine d'un côté et Hong Kong et Taiwan de l'autre afin de faciliter les échanges et les partenariats entre les entreprises de ces pays. L'ASEAN joue également un rôle important pour les autres pays de la zone.

Le système économique chinois, longtemps orienté vers les exportations, est en phase de mutation, le but étant de privilégier davantage la croissance interne. La demande domestique joue désormais un rôle clé pour la croissance asiatique. Les politiques gouvernementales tendent à inciter et à favoriser ce développement interne.

La devise chinoise est en phase d'internationalisation. Une fois ce processus achevé, les actifs libellés en renminbi (RMB) devraient devenir très attractifs. Le relâchement du contrôle du gouvernement chinois devrait fluidifier les transactions en RMB. Hong Kong est sur le point de devenir le centre offshore du RMB, devenant ainsi une plate-forme pour les investisseurs étrangers en Chine.

L'économie taïwanaise va continuer de bénéficier du fort rapprochement et du soutien du gouvernement chinois, notamment matérialisé par la signature récente de l'Economic Cooperation Framework Agreement (ECFA) entre les deux pays.

IV. Risques liés à la zone

Bien que les marchés asiatiques soient fortement porteurs sur le moyen et long terme, il convient pour tout investisseur de ne pas omettre de considérer les risques liés à des investissements sur la zone :

- La rechute de la crise financière mondiale,
- La déflation,
- La fuite de liquidités sortant de la zone,
- La hausse du chômage en Chine.