

Le 1^{er} juillet 2009

Reconstruire après Madoff

Faits marquants

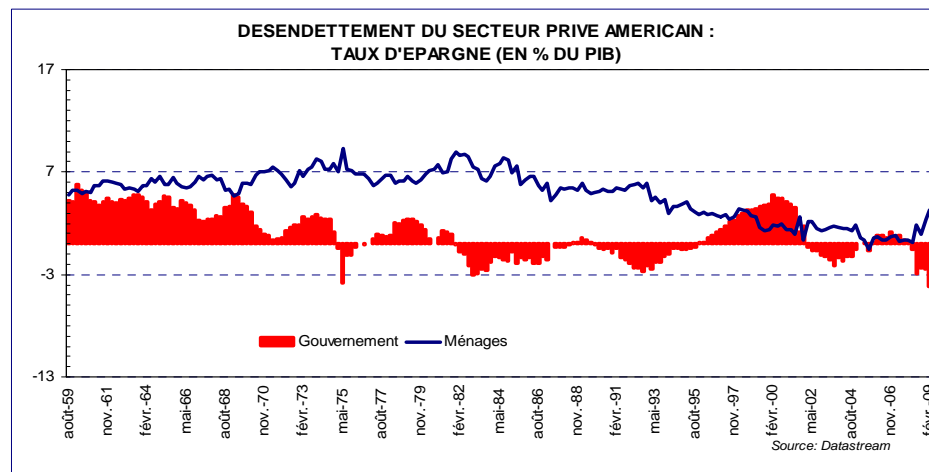
- La force de la récession s'atténue dans les pays développés. La Chine et l'Inde accélèrent.
- Malgré le rebond attendu de la croissance à partir du 3T09 aux Etats-Unis, puis en Europe, la croissance devrait rester molle à moyen terme.
- Pas de changement de cap de la politique économique qui demeurera accommodante devant la fragilité des signes de reprise et la sous-utilisation des capacités.
- Nous maintenons une stratégie adaptée à la phase de convalescence dans la quelle nous nous trouvons. Nous délaissions les liquidités, nous maintenons la neutralité sur les actions et la préférence pour l'obligataire, notamment le crédit de bonne qualité.

150 ans, tel est le nombre d'années de prison auquel a été condamné Bernard Madoff. L'ampleur de son escroquerie (estimée maintenant à plus de 65mdsUSD) a établi un nouvel étalon dans les dégâts que peut occasionner la cupidité en utilisant la crédulité des hommes, dans un contexte de faiblesse des systèmes de protection collective. Nous le savons, une régulation défailante, une politique économique complaisante ou, au mieux, aveuglée par son succès, ont en partie contribué à nourrir la spéculation. Certes, les espoirs insensés du passé, comme toujours, se sont aussi construits sur de

véritables promesses d'un avenir radieux, s'appuyant notamment sur la diffusion des nouvelles technologies et l'incroyable processus de globalisation des échanges auquel nous avons assisté ces 20 dernières années.

Madoff restera l'un des symboles importants des racines de cette crise qui a anéanti la confiance, failli désintégrer la finance mondiale et a provoqué la plus violente récession depuis la seconde guerre mondiale. Sa condamnation est-elle le signe qu'une page se tourne et que nous entrons dans des eaux plus calmes ? Vraisemblablement, nous ne retournerons pas de si tôt au monde d'hier. Le coup porté à nos économies est d'une telle ampleur que la sortie de crise restera douloureuse et remplie d'hésitations, notamment quant au rôle que doit jouer la politique économique pour tracer le chemin vers une reprise durable. La complaisance ne peut pas être de mise. Pour l'instant, sur le plan des réformes de l'architecture financière, des changements graduels s'opèrent. Aux Etats-Unis, le Président

Obama a présenté le mois dernier un plan de réformes du système de régulation, dont les objectifs essentiels sont d'élargir le cadre de supervision à de nouveaux intermédiaires financiers (y compris aux Hedge Funds), d'offrir une meilleure protection aux emprunteurs (éviter des nouveaux « subprimes »), de réglementer les marchés des dérivés (notamment celui du crédit), de mettre en place un cadre institutionnel permettant à l'Etat de prendre en charge, de manière ordonnée, des entreprises (financières notamment) en difficulté et présentant un risque systémique. Enfin, la Fed aura la responsabilité de superviser l'ensemble du système financier afin d'identifier l'éventuelle apparition de risques systémiques. En zone euro, des propositions similaires existent, s'appuyant notamment sur le rapport Larosière, et devraient être discutées au Parlement Européen cet automne. Au niveau international, le FMI est placé au centre du dispositif de surveillance. Ses ressources ont été fortement accrues, lui permettant



d'intervenir de manière efficace dans la crise actuelle et celles à venir (car, à n'en pas douter, d'autres surviendront dans le futur). En même temps, le changement dans sa gouvernance est maintenant acquis, ouvrant notamment la porte à une représentation plus importante de certains pays clés du monde en développement, dont la Chine. Ainsi, le cadre institutionnel se modifie peu à peu, soulignant que le monde de demain sera bien différent.

Pour autant, les méfaits de la crise sont toujours là, avec la poursuite de la contraction de l'activité et des pertes d'emplois considérables dans de nombreux pays. Ceci rend encore bien difficile de se projeter loin dans l'avenir. Néanmoins, le rebond de nombre d'indicateurs avancés s'est poursuivi au cours du mois écoulé, renforçant l'idée qu'effectivement le scénario du pire ne se réalisera pas et qu'une reprise durable peut être envisagée pour l'économie mondiale... mais vraisemblablement pas avant 2010.

Jusqu'à mi-juin, saluant des perspectives plus favorables qui justifient un retour de l'appétit pour le risque, les bourses ont poursuivi leur très fort rebond entamé début mars. Depuis, il semblerait que nous soyons entrés dans une phase de consolidation, au demeurant salutaire. Même si nous sommes sortis de la zone d'extrême danger, de nombreuses inconnues sont toujours présentes. Tout en reconnaissant les obstacles encore à franchir et la nécessaire prudence associée, nous considérons toujours vivre dans un cadre plus porteur. Ainsi, le changement opéré il y a deux mois, visant à adopter une exposition plus risquée, nous paraît toujours pertinent. Nous conservons une sous-pondération des liquidités, la neutralité sur les actions et une surpondération des obligations, avec une préférence pour le crédit de bonne qualité.

Rebond cyclique de l'activité

Un grand nombre d'indicateurs conjoncturels a continué de se redresser après les points extrêmes touchés en début d'année. Certes, nous sommes encore loin des niveaux compatibles avec le retour à la croissance, mais il semble presque

acquis que de nombreux pays approchent de la fin du déstockage massif qui a dominé la conjoncture depuis l'automne dernier. Un rebond important de la production pourrait avoir lieu dans les mois à venir, tant l'écart est devenu important entre demande finale et production. Ce rebond de la production devrait se manifester notamment aux Etats-Unis, au Japon, mais aussi en Allemagne. Par ailleurs, il faut constater que le retournement, dans le monde émergent, est parfois bien plus avancé. Ainsi, les enquêtes des secteurs manufacturiers en Chine et en Inde montrent d'ores et déjà que ces pays sont entrés dans une phase d'expansion. Evidemment, la question est de savoir si les rebonds déjà présents et à venir seront soutenus dans le temps. Sur ce sujet, de nombreuses questions persistent. En Chine, par exemple, nous restons un peu dubitatifs quant à la cohérence entre l'accroissement considérable des stocks de certaines matières premières (comme le cuivre) ou la faiblesse de la production d'électricité et les enquêtes ou les statistiques sur l'activité en général qui montrent un dynamisme certain. Ainsi, même si nous savons que derrière ce rebond se trouve un vaste plan de relance, le risque existe qu'il ait du mal à enclencher de manière durable une dynamique de reprise. De même, outre-Atlantique, les signes de retournement dans l'industrie ne doivent pas cacher que nous sommes toujours dans un processus de désendettement, notamment des ménages, rendu d'autant plus aigu que la situation de l'emploi se détériore. La poursuite de la montée du taux d'épargne (6,9% en mai) est éloquente à cet égard. Au total, la politique économique a réussi à stabiliser la demande et permet de croire, ou seulement d'espérer, que par son effet multiplicateur, un retour de la croissance est imminent.

La politique économique doit maintenir le cap

Malgré le débat sur les stratégies de sortie de crise, il est difficilement envisageable de voir à ce stade un changement de la politique économique dans le monde. Selon nous, il est nécessaire de garder accommodantes les politiques monétaire et budgétaire durant un certain temps. Nous ne voyons pas de renversement avant la

mi-2010. En particulier, les craintes d'un dérapage inflationniste, du moins à horizon d'un an, nous paraissent infondées. Par ailleurs, en dépit des progrès effectués, notamment aux Etats-Unis, il est encore difficile de dire avec assurance que le système bancaire a été assaini et suffisamment recapitalisé. Il existe encore de nombreux points d'ombre concernant l'état des bilans. Or, retrouver la solidité du système bancaire est un élément essentiel à une reprise durable.

Une allocation d'attente

En tablant sur la poursuite de l'activisme des pouvoirs publics, et en constatant une dynamique plus porteuse pour l'économie mondiale, il nous semble toujours judicieux de préconiser une stratégie visant à franchir graduellement le mur de la peur en s'exposant aux actifs les plus risqués. Certes, l'abondance de liquidité et la dissipation de scénarios extrêmes ont déjà corrigé une partie de la surprime de risque qui pesait sur certains actifs. Par exemple, sur le crédit européen de meilleure qualité, le taux implicite de défaut à 5 ans (avec un taux de recouvrement de 20%) est passé en seulement quelques mois de 12% à 7,5% aujourd'hui. De même, notre mesure de la prime de risque sur les actions européennes est passée de 10% à 8%. Malgré leur ajustement, du point de vue historique, ces valorisations restent relativement attrayantes. Néanmoins, nous hésitons encore à baisser la garde et à tourner complètement la page de la crise. Outre le fait que nous ne pensons pas être entrés dans un marché haussier durable pour les actifs risqués, nous estimons qu'un positionnement relativement défensif tactiquement à ce stade fait encore sens. Ainsi, la prudence nous incite à garder la neutralité sur les actions, mais le crédit de qualité nous paraît toujours un pari attrayant. En revanche, après la récente baisse sur les taux à long terme des emprunts d'Etat, il nous paraît opportun de devenir moins positifs sur cette classe d'actifs. Même si à court terme le risque d'une envolée des taux longs paraît faible, le risque de moyen terme, associé aux craintes d'inflation et au niveau des dettes publiques, peut se manifester à tout moment.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement. Il a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée. Ainsi, compte tenu du caractère subjectif et indicatif de ces analyses, nous attirons votre attention sur le fait que l'évolution effective des variables économiques et des valorisations des marchés financiers pourrait s'écarter significativement des indications (projections, estimations, anticipations et hypothèses) qui vous sont communiquées dans ce document. En outre, du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document peuvent n'être que partielles. Elles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et AXA Investment Managers Paris n'est pas tenu de les mettre à jour systématiquement.

Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques, et de marché. La responsabilité d'AXA Investment Managers Paris ne saurait être engagée du fait des informations contenues dans ce document et notamment par une prise de décision de quelque nature que ce soit sur la base de ces informations.

En outre, compte tenu du caractère subjectif des analyses et jugements précités, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement utilisées ou suivies par les équipes de gestion d'AXA IM Paris ou de ses affiliés qui agissent en fonction de leurs propres convictions et dans le respect de l'indépendance des fonctions au sein de la Société.

Les destinataires de ce document s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt propre en considération des stratégies visées. Toute reproduction partielle ou totale des informations ou du document est soumise à une autorisation préalable expresse de la Société.

AXA Investment Managers Paris – « Cœur Défense » Tour B – La Défense 4 – 100, Esplanade du Général De Gaulle – 92400 Courbevoie. Société de gestion de portefeuille titulaire de l'agrément AMF N° GP 92-08 en date du 7 avril 1992 S.A au capital de 1 384 380 euros immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 353 534 506.