

# Global Views

## Synthèse

- Une année difficile pour les marchés d'actions du monde entier
- Un mouvement de fuite vers la sécurité qui a bénéficié aux obligations d'Etat des marchés développés
- Actions et obligations d'entreprises durement touchées par un regain d'aversion pour le risque

### 2008 – Une année noire pour les actifs risqués

Les opérateurs de marché et les investisseurs sont tous très heureux de voir le rideau se baisser sur une année financière difficile. Les expressions « sans précédent » et « unique » peuvent assurément s'appliquer aux événements boursiers de l'année 2008. Il ne fait aucun doute que les pertes subies par les marchés des actions et, encore davantage, des obligations sont importantes. Cette crise se distingue véritablement des précédentes par les événements qui l'ont accompagnée et les catalyseurs qui l'ont déclenchée : la faillite de Lehman, l'effondrement total du système bancaire islandais, et la nationalisation partielle de banques dans des pays tels que le Royaume-Uni.

Les tensions au sein du système financier conjuguées aux craintes croissantes d'un ralentissement économique mondial ont alimenté un mouvement prononcé de flight-to-safety, qui a bénéficié aux obligations d'Etat au détriment des actifs à bêta élevé, tels que les obligations d'entreprises et les actions.

Sur la base de l'indice Citigroup Government Bond (CGBI) World, échantillon représentatif d'obligations d'Etat, la classe d'actifs a affiché une performance de 8,9% en 2008, avec des gains particulièrement prononcés sur les marchés tels que les Etats-Unis (13,9%) et le Royaume-Uni (13,6%).

A l'inverse, la performance des segments obligataires les plus risqués a été très négative, les obligations high yield et investment grade ayant cédé 27% et 4,7%, respectivement<sup>1</sup>.

La performance des marchés d'actions a également été très médiocre, les actions internationales s'inscrivant en baisse de près de 40%<sup>2</sup>. Les pertes ont été particulièrement prononcées sur les marchés émergents, qui ont sous-performé les marchés développés, comme en témoigne la chute de 46% de l'indice MSCI EM<sup>3</sup>. Au sein des marchés émergents, la Russie a été particulièrement touchée par la baisse du prix du pétrole et la crise du crédit.

Ce fut une année extrêmement volatile sur les marchés des changes et pour le dollar, qui a affiché des performances mitigées par rapport aux devises du G10<sup>4</sup>. En revanche, le billet vert a fait preuve de fermeté par rapport aux devises émergentes. Parmi les évolutions les plus notables, citons la forte dépréciation de la livre sterling (-26,5%) et l'appréciation du yen (+23,3%).

Document non contractuel, destiné à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne MIF – Mars 2009

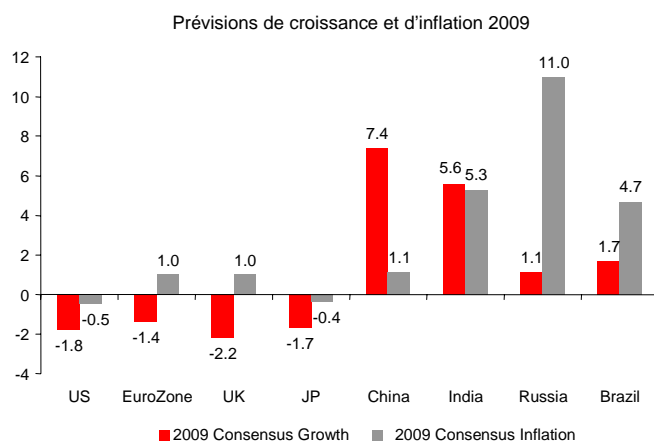
## Perspectives

- Une année 2009 qui s'annonce également difficile
- Un ralentissement économique très marqué, particulièrement sur les marchés développés
- Une volatilité qui devrait rester élevée, car des incertitudes demeurent sur le contexte macro-économique et bénéficiaire
- Une opinion favorable sur les obligations d'entreprises high et low grade, en raison de leurs valorisations extrêmement attractives

### Perspectives de marché 2009 – Une bonne année ?

En 2009, la croissance mondiale devrait ralentir sensiblement, malgré des niveaux de croissance déjà faibles en 2008. Le ralentissement sera particulièrement prononcé sur les marchés développés, les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la Zone Euro et le Japon étant susceptibles de subir une contraction de leur PIB en 2009. Les marchés émergents continueront de croître, mais à un rythme moins rapide.

#### Schéma 1



Source : Consensus, 19 janvier 2009

Le ralentissement de la croissance, conjugué à la faiblesse du prix des matières premières, se traduit par une inflation faible, dont le taux a déjà diminué depuis l'été au sein de l'ensemble des grands marchés (à titre d'exemple, elle s'établit dans la Zone Euro à 1,6%, soit sensiblement en-deçà de l'objectif de la BCE). Ce faible niveau permet aux banques centrales du monde entier de poursuivre leur politique monétaire accommodante axée sur la croissance. Dans notre scénario central, la Fed devrait maintenir sa politique de taux zéro pendant la quasi-totalité de l'année 2009, et la Banque Centrale Européenne et la Banque d'Angleterre devraient réduire leur taux de 1,5% et 0,75% supplémentaires, respectivement.

Suite de la synthèse de la page 1

## Performance des indices en 2008

Indice	4 <sup>ème</sup> trim. 2008*	2008*
MSCI World	-20.5%	-38.3%
MSCI US	-22.2%	-37.1%
MSCI Europe	-16.9%	-38.5%
MSCI Japan	-22.3%	-42.5%
MSCI Emerging Markets	-21.9%	-45.7%
MSCI Brazil	-24.0%	-42.4%
MSCI China	-10.9%	-51.1%
MSCI India	-27.3%	-56.3%
MSCI Russia	-49.0%	-72.2%
CGBI WGBI World All Mats (L)	5.9%	8.9%
Global Investment Grade	1.6%	-6.8%
Global High Yield	-18.3%	-26.9%
ML USD Emerging Sov Plus	-6.4%	-10.2%
GSCI Total	-47.0%	-46.5%
Trade Weighted Dollar	4.3%	8.4%
EUR/USD	-0.9%	-4.2%
YEN/USD	-18.0%	-26.5%
GBP/USD	16.9%	23.2%

Source : Bloomberg, Thomson Datastream

\* Date d'arrêt des données : 31 décembre 2008

## Allocation mondiale des actifs

Quelles sont les conséquences pour les marchés financiers d'une situation macro-économique caractérisée par l'atonie de la croissance mondiale et la faiblesse des taux d'intérêts ? Un environnement de croissance zéro ou négative est indiscutablement une mauvaise nouvelle pour les bénéficiaires des entreprises, donc pour les actions et les obligations privées. En revanche, la bonne nouvelle est que les valorisations semblent déjà intégrer ce scénario noir.

Depuis le quatrième trimestre 2008, l'indice MSCI World est échangé sur la base d'un ratio prévisionnel P/E de 10 à 12. Il s'agit tout simplement du plus faible niveau enregistré depuis ces 20 dernières années, et un niveau sensiblement inférieur à celui enregistré lors des marchés baissiers et des conditions macroéconomiques défavorables de l'année 2002.

La situation est encore plus frappante pour les obligations investment grade ou high yield, dont les valorisations sont extrêmes. A titre d'exemple, le spread d'un portefeuille représentatif d'obligations privées américaines investment grade s'établit à environ 550 points de base, contre moins de 100 points de base avant la crise du crédit débuté pendant l'été 2007. Le constat est similaire pour les obligations high yield : un portefeuille représentatif d'obligations américaines high yield s'échange avec un rendement de plus de 20%, un niveau très élevé par rapport aux précédents niveaux de valorisation de la classe d'actifs ou du taux des dividendes offerts par le marché américain (environ 3% actuellement).

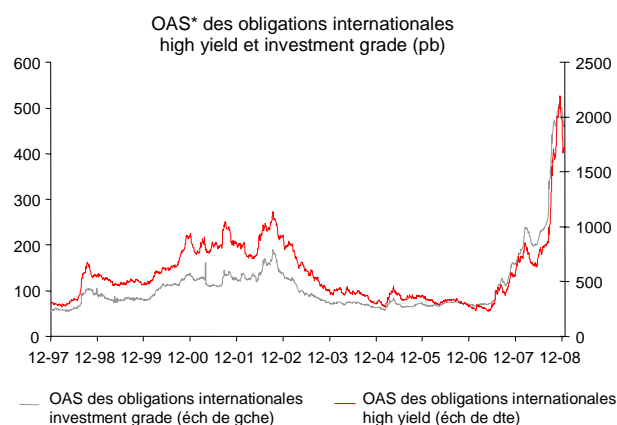
Suite des perspectives de la page 1

Le niveau très attractif des valorisations justifie-t-il un renforcement de l'exposition aux actifs risqués ? La réponse est un oui mitigé. Avec les risques significatifs qui pèsent sur la croissance et les problèmes persistants du secteur financier, la volatilité devrait demeurer une réalité en 2009. Pour faire face à cette volatilité exacerbée, nous recommandons aux investisseurs de demeurer largement diversifiés, et de renforcer leur exposition aux actifs risqués uniquement de manière contrôlée et progressive.

En 2009, nous avons une préférence pour les obligations high yield et investment grade par rapport aux actions ou aux obligations d'Etat. Nous justifions notre choix par le niveau extrêmement attractif des valorisations et par les nombreux programmes lancés par les Etats et les banques centrales pour soutenir le secteur financier et relancer les marchés du crédit (Ex. : TARP et le programme de dette garantie du FDIC aux Etats-Unis). Notre opinion positive sur les obligations high yield et investment grade s'accompagne d'un avertissement important sur les risques de liquidité potentiels et la volatilité élevée à court terme.

Parmi les segments risqués du marché obligataire, nous maintenons une sous-pondération modérée de la dette émergente libellée en dollar. Les valorisations de la classe d'actifs se sont certainement améliorées. Si elles n'ont pas atteint des niveaux extrêmes, elles demeurent historiquement attractives. En termes absolus, la classe d'actifs peut constituer un placement intéressant pour un investisseur à long terme. Sur une base relative cependant, nous favorisons les obligations high yield et investment grade des marchés développés au détriment de la dette émergente libellée en dollar, en raison de leurs valorisations plus attractives et du support des programmes tels que TARP ou du FDIC dont elles bénéficient.

## Schéma 2



OAS = Option-Adjusted Spreads

Source: Bloomberg, HSBC Global Asset Management

*Suite des perspectives de la page 2*

Nous débutons l'année par une opinion négative sur les obligations d'Etat, en raison de leurs valorisations et du niveau de l'offre. Le mouvement de fuite vers la sécurité et le besoin de liquidité devraient se maintenir et constituer un facteur de soutien de la classe d'actifs à court terme. En revanche, nous sommes négatifs sur un horizon de 6 à 12 mois. En effet, les rendements sont faibles et les stimuli fiscaux et autres programmes de soutien au secteur financier devraient accroître l'offre de dette, ce qui exercera une pression baissière sur les cours.

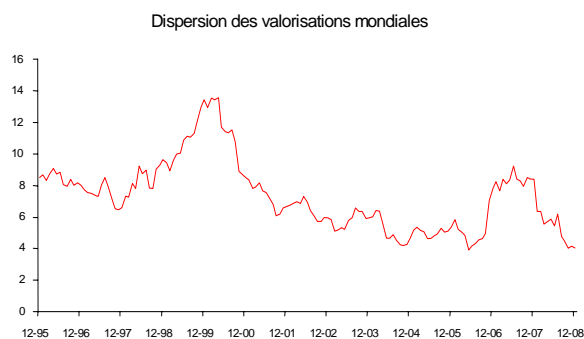
En dépit de l'attractivité des valorisations, nous continuons de sous-pondérer légèrement les actions, pour plusieurs raisons. Premièrement, compte-tenu des incertitudes et des menaces qui pèsent sur la croissance, nous choisissons d'accroître progressivement le risque de nos portefeuilles et, à ce stade, les obligations high yield et investment grade semblent offrir de meilleures performances corrigées du risque que les actions. Deuxièmement, les prévisions bénéficiaires de la communauté des analystes ont été sensiblement revues à la baisse depuis le début du quatrième trimestre 2008. Ils prévoient maintenant une croissance annuelle nulle en 2009 pour les entreprises de l'indice MSCI World. Avec des prévisions aussi baissières, le potentiel de mauvaises surprises bénéficiaires a diminué, sans pour autant avoir complètement disparu. Des bénéfices inférieurs aux attentes remettraient bien entendu en cause l'attractivité des actions.

## Allocation régionale aux actions

Nous débutons l'année 2009 sans aucune préférence régionale marquée. La volatilité élevée et la nature mondiale des problèmes du crédit et macro-économiques ont entraîné une augmentation des corrélations, qui a diminué la dispersion géographique des valorisations. Le schéma 3 présente une mesure de la dispersion géographique des valorisations, qui s'avère très faible par rapport à la moyenne historique de ces dix dernières années. Le schéma 4 présente la corrélation glissante sur 250 jours entre les marchés d'actions américains et européens, et montre clairement que la corrélation a quasiment doublé par rapport à 2006.

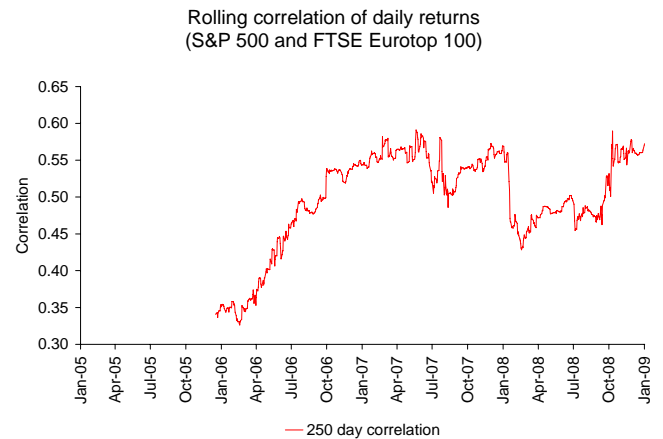
Une telle uniformité limite quelque peu la valeur ajoutée procurée par l'allocation tactique régionale, ce qui justifie notre décision de rester proche de l'indice.

### Schéma 3



Source : Thomson Datastream, 6 janvier 2009

### Schéma 4



Source: Thomson Datastream, 6 janvier 2009

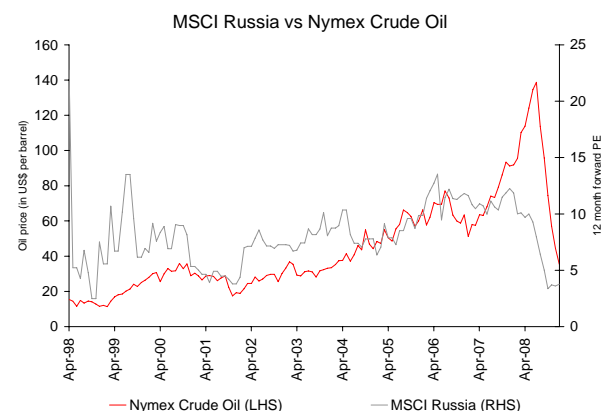
## Marchés émergents

La conjugaison d'une compression des valorisations et des incertitudes macro-économiques nous incite à débiter l'année avec une allocation globalement neutre entre les marchés développés et émergents, et sans forte préférence régionale au sein des marchés émergents.

Pour les investisseurs dont l'horizon d'investissement et l'appétit pour le risque sont adaptés, les marchés qui ont subi des dégagements massifs peuvent présenter des opportunités attractives.

Le marché des actions russes est un bon exemple des opportunités que recèlent les marchés émergents. Il présente un ratio P/E d'environ 4, soit l'un des plus faibles niveaux de son histoire. Ce marché étant fortement dominé par les compagnies énergétiques, il est important de comparer le niveau actuel des valorisations avec celui d'autres périodes où le prix du pétrole se situait dans la fourchette de 35 à 40 dollars. Comme le montre le Schéma 5, le marché russe s'échangeait à un P/E proche de 9 lorsque le prix du pétrole s'établissait à un niveau similaire, soit une forte prime par rapport au niveau actuel, qui justifie l'attractivité des valorisations du marché d'actions russe.

### Schéma 5



Source : Thomson Datastream, Bloomberg, 16 janvier 2009

## Marchés des changes

Dans un contexte de diminution et de convergence des taux d'intérêt au sein des principaux marchés, et de valorisations globalement à leur juste valeur, il est difficile de prévoir, à la lumière des fondamentaux, une dépréciation ou une appréciation durable du dollar par rapport à la livre sterling ou à l'euro. Globalement, nous estimons que les marchés des changes continueront d'être caractérisés par une volatilité significative alimentée par l'actualité, mais sans tendance durable.

D'un point de vue court terme strictement tactique, nous envisageons une nouvelle dépréciation de la livre sterling par rapport à l'euro et au dollar, essentiellement en raison d'une actualité économique très négative (A titre d'exemple, le Royaume-Uni est le pays qui présente les prévisions de croissance du PIB 2009 les plus faibles des marchés développés).

<sup>1</sup> Source : Bloomberg

<sup>2</sup> Sur la base de l'indice MSCI World total return en devise locale.

<sup>3</sup> Le MSCI EM est un indice créé par Morgan Stanley Capital International (MSCI), conçu pour mesurer la performance des marchés d'actions émergents de la planète. L'indice Emerging Markets est un indice de capitalisation boursière corrigé du flottant. En juin 2007, il se composait des indices de 25 économies émergentes : Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, République Tchèque, Egypte, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Jordanie, Corée, Malaisie, Mexique, Maroc, Pakistan, Pérou, Philippines, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Taiwan, Thaïlande et Turquie.

<sup>4</sup> Les devises du G10 sont considérées comme les plus liquides au monde. Il s'agit des devises suivantes : dollar américain (USD), dollar canadien (CAD), yen japonais (JPY), dollar australien (AUD), dollar néozélandais (NZD), livre sterling (GBP), euro (EUR), franc suisse (CHF), couronne suédoise (SEK), couronne norvégienne (NOK)

## Informations importantes

Ce document est diffusé par HSBC Global Asset Management (France) et n'est destiné qu'à des investisseurs professionnels au sens de la Directive Européenne MIF. L'ensemble des informations contenues dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation non autorisée des commentaires et analyses de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Global Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Global Asset Management. En conséquence, HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de HSBC Global Asset Management (France) sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude.

Les investissements réalisés dans les marchés émergents présentent un plus grand risque que ceux effectués dans les pays développés.

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489 RCS Nanterre.

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026).

Adresse postale : 75419 Paris cedex 08 - France.

Adresse d'accueil : Immeuble Ile de France - 4 place de la Pyramide - La Défense 9 - 92800 Puteaux - France.

Site internet: [www.assetmanagement.hsbc.com/fr](http://www.assetmanagement.hsbc.com/fr)