

Billet du Président et des gestionnaires juin 2009

Le mouvement de repli entamé en 2008 par les principaux marchés s'est poursuivi durant le 1^{er} trimestre 2009. Il a fallu attendre le mois de mars pour voir les cours se redresser quelque peu. Malgré cela, la performance des trois premiers mois de l'année a été négative. Cette évolution est imputable notamment aux mauvaises données conjoncturelles et aux informations toujours négatives en provenance du secteur financier. Le nouveau gouvernement américain a tout d'abord dû élaborer des concepts politico-économiques convaincants pour combattre une sévère récession. Mais les mesures prises n'ont pas toujours été couronnées de succès, en particulier celles visant à renforcer le système financier américain, durement touché. Ce n'est qu'en mars que le gouvernement Obama et en avril que les membres du G-20 ont réussi à convaincre petit à petit les marchés de leur politique économique. La reprise des marchés d'action s'est ainsi confirmée en avril. Peu à peu, les axes suivants de politique monétaire et économique disposent plus favorablement les investisseurs:

- Taux directeurs proches de zéro pour cent
- Mesures de politique monétaire non conventionnelles (p. ex. rachat d'«asset backed securities», de papiers commerciaux ainsi que d'emprunts d'Etat ou d'entreprises)
- Vaste programme public de relance conjoncturelle
- Aide étatique aux débiteurs hypothécaires (de concert avec la Réserve fédérale américaine)
- Mesures destinées à renforcer la dotation en fonds propres des sociétés financières

Malgré tous ces efforts, l'économie américaine n'est pas parvenue jusqu'ici à sortir de la récession. Le PIB américain s'est encore replié de 6.1% au premier trimestre, alors que l'on attendait une contraction de 4.7%. De nombreux crédits et titres immobiliers «toxiques» continuent de plomber les bilans des banques, entravant aussi bien l'octroi de crédits que la levée de capitaux. Aussi, pour soutenir le secteur financier, le Trésor américain a annoncé un nouveau programme qui prévoit de racheter des titres et des prêts immobiliers douteux pour un montant allant de 500 à 1000 milliards de dollars US tout en faisant appel à des investisseurs privés. La forte contraction du PIB US au premier trimestre cache cependant une croissance inattendue de 2.2% de la consommation qui représente environ 70% du PIB. Autre signe positif, la réduction des stocks a été plus rapide que prévue. Dans ces conditions, plusieurs facteurs favorables à une reprise économique se mettent progressivement en place pour favoriser la reprise économique à l'horizon 2010.

En ce début d'année 2009, si les marchés obligataires profitent de la récession mondiale et des baisses des taux directeurs (en particulier dans la zone Euro), il faut craindre que la forte sollicitation du marché des capitaux par l'Etat n'entraîne une hausse des taux d'intérêt. En revanche, le danger d'une hyperinflation induite par l'accroissement prononcé de la somme des bilans des banques centrales nous paraît faible, étant donné que les capacités de production de l'économie globale sont très nettement sous-utilisées.

Les fluctuations monétaires ont, elles aussi, été relativement importantes au cours des premiers mois de 2009. D'une part, les monnaies exerçant une fonction de refuge en période de récession mondiale, telles que le dollar US, le yen japonais et le franc suisse, ont par moments fait l'objet d'une forte demande. D'autre part, le billet vert et la devise helvétique ont souffert d'une politique monétaire particulièrement expansionniste. Les banques centrales ont en effet recouru à des méthodes surprenantes et peu conventionnelles, comme des rachats d'emprunts ou des interventions sur les marchés des devises. Aussi inattendues soient-elles, de telles mesures n'ont qu'une incidence passagère sur les monnaies. Etant donné qu'elles ont été prises avant tout en mars, elles se sont traduites vers la fin du trimestre par une dépréciation du dollar US et du franc suisse par rapport à l'euro. Celui-ci a aussi été exposé à des vents contraires. L'aggravation de la crise financière en janvier et en février a accru les risques liés aux emprunts d'Etat de la zone euro (en particulier ceux des petits pays). Cette situation a incité les investisseurs américains à se défaire de leurs placements en Europe, d'où un affaiblissement de l'euro. La tendance s'est en partie inversée en mars lorsque la confiance est revenue dans la solvabilité des Etats concernés.

Les activités d'investissement ont consisté en particulier à renforcer le caractère défensif du portefeuille en début d'année par une sous-pondération des actions et par une préférence donnée aux débiteurs de première qualité. Puis, la part en actions a été légèrement accrue dès le début de mars en raison des premiers signes concrets de reprise. Les activités de gestion ont également consisté à la dernière étape du repositionnement du portefeuille pour tenir compte du passage de la monnaie de référence CHF en EUR par souci de congruence à long terme entre la monnaie d'usage de la grande majorité des assurés et la monnaie de référence du portefeuille d'actifs. A noter que cette dernière adaptation s'est faite favorablement au début d'une période de repli du CHF par rapport à EUR.

Au 30 avril 2009, la valeur de la part A exprimée en EUR baisse de -0.36%. La valeur de la part B du portefeuille conservateur, en EUR également, s'est appréciée de +0.5%.

Devons-nous nous attendre à une reprise durable et régulière des marchés financiers? Certainement pas. La crise n'est pas encore résolue si l'on considère les effets potentiels de la croissance rapide du chômage ou des avoirs toxiques figurant encore au bilan des institutions financières. Nous n'excluons donc pas une évolution en dents de scie. Un pic intermédiaire, selon un profil en "W", est possible. Suivant très attentivement cette

évolution, nous constatons actuellement une amélioration des indicateurs économiques et de marché qui favorisent la reprise des actions. Nous maintenons ainsi les positions actions en portefeuille pour participer à la hausse en cours. En cas de net retournement de ces indicateurs avancés - révisions à la baisse des bénéfices des entreprises, climat plus négatif de l'économie, hausse des spreads de crédit, etc. –l'allocation en actions sera revue à la baisse.