

FRANCE TÉLÉCOM: emprunt de 460 millions d'euros au Japon

France Télécom a émis lundi un emprunt obligatoire de 52,3 milliards de yens (460 millions d'euros) au Japon, une opération qui vise à l'aider à anticiper ses échéances de dette, a-t-il annoncé. Arrivant à maturité dans cinq ans, cet emprunt est à 88% à taux fixe, assorti d'un coupon de 1,23%. Les 12% restants (soit 6,2 milliards de yens) a par ailleurs été placé à taux variable, son coupon étant indexé sur le taux de prêt interbancaire Libor à trois mois, augmenté de 67 points de base. « Cette émission s'intègre parfaitement dans la stratégie de financement du groupe consistant à anticiper ses échéances de dette et à diversifier ses sources de financement », a indiqué l'opérateur télécoms dans le communiqué. Cette transaction, la première du genre en yens, illustre en outre la volonté de France Télécom de « maintenir une présence sur ce marché dans les prochaines années », a-t-il ajouté.

Les marchés face au papy-boom

Les institutions de prévoyance devront trouver 2,5% de rendement réel en excès du taux de la Confédération suite à l'allongement de la durée de vie.

SÉBASTIEN RUCHE

« Le FMI estime que l'impact sur les marchés du vieillissement de la population sera dix fois plus important que celui d'une crise comme celle des subprimes, en termes de déficit fiscal », rappelle Philippe Gaud, responsable des investissements des Rentes genevoises, en marge d'une conférence consacrée à l'impact du papy boom sur les institutions de prévoyance, organisée récemment à Genève. C'est la conséquence de la véritable révolution en matière de démographie: l'augmentation de la longévité des adultes. En Suisse, l'espérance de vie à la naissance augmente de trois mois chaque année, pour dépasser la barre des 80 ans tant pour les hommes que les femmes.

Ce mouvement, général dans les pays développés, se conjugue avec une diminution de la natalité pour conduire à une augmentation du ratio de dépendance des personnes retraitées par rapport aux actifs.

Or une économie vieillissante aura tendance à désépargner, selon la théorie des cycles de vie de Modigliani et Brumberg. Avec comme conséquence potentielle, un « asset meltdown », c'est-à-dire une baisse généralisée des prix des actifs, conséquence mécanique d'une baisse de la demande d'épargne et d'une aversion grandissante au risque.

Faut-il y voir fatalité et inéluctable déclin ? Pas forcément, estime Gaud, car « l'hypothèse d'un asset meltdown repose sur une vision des marchés en vase clos ».



PHILIPPE GAUD. Le CIO des Rentes genevoises pense que le risque d'asset meltdown peut être limité.

Dans la réalité, de nombreux facteurs peuvent limiter le risque d'un tassement global des marchés, explique le CIO de 35 ans. Premier levier: aller chercher la croissance ailleurs, via les exportations, comme le pratiquent l'Allemagne et le Japon par exemple. Deuxième option, adopté par les Etats-Unis: utiliser l'immigration pour rejuvenir la population. Autre facteur modérateur, au niveau microéconomique cette fois, « la volonté de transmettre un patrimoine plutôt que de le dépenser et la tendance à réduire sa consommation compte tenu de l'incertitude sur son espérance de vie ».

Une refonte structurelle des ré-

gimes de retraites aurait également un effet considérable pour contrer le déséquilibre du ratio de dépendance au détriment de la génération qui suivra celle des papy-boomers. « Les besoins de réformes structurelles concernent tant le système par répartition où la pression sur les actifs est fiscale que le système par capitalisation, où les rentiers s'accaparent les revenus du capital » poursuit Philippe Gaud. Finalement, l'innovation, source de croissance réelle, est le dernier levier qui permette d'éviter cet « asset meltdown ».

« Nous traversons actuellement une phase de transition démographique que les marchés n'ont pas encore valorisée correctement. Quand ce sera le cas, les cours seront volatils et risqueront de subir une pression baissière », avance le CIO.

Conséquences pour les institutions de prévoyance: des coûts supplémentaires aujourd'hui non valorisés dans le passif de leur bilan et donc un besoin de rendements supplémentaires pour maintenir leur équilibre financier. Le tout dans un environnement difficile, justement car les marchés n'ont

pas encore mis un prix sur les effets de la transition démographique.

Combien de coûts en plus ? Pour maintenir un degré de couverture stable à 105%, de l'ordre de 20% des engagements actuariels initiaux, c'est-à-dire la valeur actualisée des flux financiers engendrés par le passif d'une institution type. Un chiffre considérable qui découle de « la déviation des tables de longévité, des problèmes de taille que peuvent connaître des institutions trop petites et du risque d'antiselection, qui fait que le risque final individualisé s'écarte du coût moyen collectif ».

En termes de rendements, le surplus de performance à dégager est considérable. En adoptant une hypothèse conservatrice de frais de 50 points de base, une institution comprenant 100 actifs et 50 rentiers devra aller chercher à long terme 2,5% de performance réelle (hors inflation) en excès du taux de la Confédération à 20 ans. Si l'effectif est composé uniquement de rentiers, ce chiffre grimpe à 4%, illustrant la problématique du sponsoring des rentiers par les actifs. ■

Le discrédit d'une classe d'actifs

ACTIONS. Leur performance a été étroitement corrélée à celle de placements à risque d'où un intérêt peu évident en termes de diversification.

Le Dow Jones oscille autour des 10.000 points et le S&P 500 plafonne à 1000, des chiffres déjà observés il y a dix ans. Pire, corrigé de l'inflation, le marché actions américain se négocie aux niveaux de 1996. Les actions sont-elles en train de mourir de causes naturelles ou sortiraient-elles de leur coma ?

C'en est fini du vieil adage: « Des actions pour le long terme », semble-t-il. Finies aussi les prévisions de ceux qui, pendant la bulle technologique du début de ce siècle, voyaient le Dow Jones culminer à 35.000, 40.000, voire 100.000 points dans la décennie suivante. Il convient de noter qu'un des auteurs de l'ouvrage Dow 40.000, d'il y a dix ans, Harry Dent vient de publier un nouveau livre intitulé *The coming depression* (La dépression à venir). Si ses prévisions s'avèrent aussi exactes maintenant qu'il y a dix ans, alors il y a de l'espoir pour l'économie mondiale.

Le néo-optimiste Harry Dent n'est cependant pas seul. De plus en plus d'analystes et d'experts sonnent le glas des actions en tant que placement et les enterrent pour plusieurs raisons.

D'abord et surtout la performance des actions dans les pays développés a été très mauvaise ces dix dernières années. Certes, la performance passée n'augure rien pour l'avenir, mais l'histoire nous sert souvent à comprendre le futur. C'est pourquoi le suivi et l'extrapolation de tendances restent parmi les techniques de prévision les plus fréquemment utilisées. Or, une telle extrapolation donne aujourd'hui des perspectives peu réjouissantes pour les actions.

En outre, certains stratégies estiment que les actions ne sont plus une classe d'actifs autonome. Ces huit dernières années en gros, elles ont évolué en phase avec le « carry trade », cette stratégie de placement en devises qui consiste à emprunter sur les marchés à faibles taux et investir dans ceux à haut rendement. Mais la performance des actions a aussi été étroitement corrélée à celle d'autres placements à risque, d'où un intérêt moins évident en termes de diversification.

Par ailleurs, les investisseurs institutionnels

sont soupçonnés d'être les vrais teneurs des marchés actions. Selon les statistiques de la Fed, les ménages américains détiennent moins de 40% du marché américain des actions, contre plus de 50% pour les investisseurs institutionnels. Dans les années 1950, plus de 90% de ce marché étaient aux mains des particuliers.

Enfin, la forte volatilité du marché actions depuis 2007 a réduit l'attrait de cette classe d'actif aux yeux des investisseurs privés à la recherche de rendements stables.

Il est intéressant de noter que la mort des actions n'est pas une thèse nouvelle. En août 1979, elle faisait déjà la couverture du magazine américain *Business Week*. Les arguments de cet article ne sont pas éloignés de ceux d'aujourd'hui. « Les actions sont plus que jamais le territoire des investisseurs institutionnels géants », accusait-on. L'article dénonçait aussi le fait que « pendant plus de dix ans, les meilleurs rendements ont été obtenus par les investisseurs les plus prudents ». Enfin, il constatait qu'« effectivement, en renouvelant sans cesse des placements en titres à court terme, les investisseurs ont obtenu des rendements bien meilleurs qu'avec les actions et les obligations ». Un air de déjà vu ?

Il existe pourtant une grosse différence aujourd'hui: l'inflation. C'était la principale préoccupation en 1979, avec une envolée des prix à la consommation de 13% aux Etats-Unis cette année-là. Actuellement l'inflation ne pose pas de problème, du moins jusqu'ici. Le chant funèbre entonné en 1979 pour la « mort des actions » avait un bon côté. Loin de sonner le glas, il y a trente ans, il avait précédé le plus long et le plus fort rally du marché des actions de l'histoire. « L'histoire ne se répète pas mais elle rime », comme le disait Mark Twain. Reste à espérer que cette remarque est valable aujourd'hui. Car l'on ne vit jamais si bien que lorsque l'on est donné pour mort.

ANDREAS HÖFERT
Chef économiste UBS



LA MORT DES ACTIONS N'EST PAS UNE THÈSE NOUVELLE. ELLE FAISAIT DÉJÀ LA COUVERTURE DU MAGAZINE «BUSINESS WEEK» EN AOÛT 1979. LES ARGUMENTS DE CET ARTICLE NE SONT PAS ÉLOIGNÉS DE CEUX D'AUJOURD'HUI.

Danger sur les actions

CONJONCTURE.
Le potentiel de croissance des actions s'épuise. Il est temps de sortir. Rebound de l'euro/dollar à court terme. Les prévisions de BNP Paribas Suisse.

Le découplage fait son grand retour. Entre des économies émergentes dont la croissance devrait être comprise entre 3,2% et 9,2% en 2011 et des pays développés aux perspectives beaucoup plus modestes (3,1% pour les Etats-Unis, 1,5% pour la zone euro ou 1,9% pour la Suisse).

« Mais ces prévisions du consensus sont probablement supérieures aux chiffres réels », prévient Roger Keller, CIO de la banque privée chez BNP Paribas Suisse, qui présentait hier ses prévisions conjoncturelles. Car la croissance perd de son élan.

Il faudrait un important cycle d'investissement des entreprises pour la relancer. Justement, leur santé financière est éclatante. Mais sont-elles disposées à investir ? Oui, mais plutôt dans le but d'augmenter la productivité et pas pour augmenter les capacités de production, nuance Keller.

Résultat: les créations d'emplois ne seront pas très dynamiques, le taux de chômage restera supérieur aux attentes du consensus et les niveaux d'épargne resteront élevés dans la zone euro, tandis que le consommateur américain cherchera à améliorer la sienne. BNP Paribas ne prévoit donc pas de remontée des taux d'intérêt dans les pays du G7 (hors Canada) avant le deuxième trimestre 2011. Et encore plus tard pour la zone euro. « Avec la possibilité, certes marginale, d'un nouveau recul

des taux européens car les pays de la zone ont besoin d'effectuer une forte consolidation fiscale », souligne Roger Keller.

Ajoutons à cela l'absence de craintes inflationnistes et on obtient un climat généralement considéré comme favorable aux obligations. Oui, mais seules les corporates investment grade et high yield de bonne qualité – le tout à des durées courtes – sont jugées attractives. Car les rémunérations réelles des titres de dette publique sont jugées insuffisantes. Elles devraient néanmoins remonter quand le risque de « double dip » sera largement écarté par le marché. BNP Paribas croit en tout cas fermement à ce scénario excluant une reprise en V.

Sur le marché des changes, la banque joue deux thèmes: la hausse du dollar (après des mouvements récents « impressionnants ») et le recul du yen.

« Les pays les plus proches de la situation grecque sont d'ailleurs les Etats-Unis et le Royaume-Uni, mais ils ne sont pas attaqués par les marchés car ils ne devront pas refinancer de montants importants dans les mois à venir et ils ont la flexibilité d'utiliser l'arme des changes ». L'absence d'un mécanisme de transferts intra-région au sein de l'Union européenne pénalise les pays membres, reconnaît Keller.

L'euro/dollar pourrait rebondir à 1,30 à court terme, puis reculer à 1,15 - 1,20 début 2011. Pour la Suisse, BNP Paribas s'attend à un fléchissement de la croissance au cours des prochains trimestres, qui demeurerait toutefois supérieure aux niveaux européens. Le franc suisse devrait redescendre un peu de ses niveaux actuels historiquement élevés vers 1,40 pour l'euro/CHF. A un ho-

rizon de douze mois, BNP Paribas recommande d'être long sur un panier de devises émergentes et short euro et dollar.

Concernant les actions, Lili, l'indicateur avancé des indicateurs avancés, pointe clairement vers un environnement moins favorable à travers un ralentissement de l'économie mondiale et des marges des entreprises (sur lesquelles le consensus formule des attentes « incroyablement élevées »).

Les niveaux actuels des marchés, proches des objectifs de BNP Paribas, fournissent une opportunité de sortie, conclut Roger Keller. Une stabilisation des cours pourrait se matérialiser en fin d'année, suivie d'une reprise possible.

La banque privée est à nouveau positive sur les actions émergentes, dont les valorisations sont devenues plus raisonnables. La Chine et la Corée du Sud sont les pays préférés.

Aux Etats-Unis et en Europe, les secteurs privilégiés sont l'industrie et la technologie pour les cycliques; la santé et la consommation de base pour les secteurs défensifs. Les télécoms souffrent de valorisations élevées tandis que les « utilities » ont toujours des surcapacités.

Concernant les matières premières, la banque va chercher au cours des prochains mois des opportunités pour entrer sur le pétrole (via des entreprises), avec un baril qui devrait connaître une évolution latérale aux alentours de 80-85 dollars pendant quelques mois, avant de remonter. L'or devrait consolider puis monter à nouveau lui aussi.

Dans cette conjoncture volatile, les hedges funds devraient se révéler les plus performants, en particulier les stratégies global macro et long/short equity. (SR)