

le mot du G é r a n t



Juin 2010 – Numéro 23



Jonathan Davies

Responsable du pôle
Devises, Global
Investment Solutions,
UBS Global Asset
Management,
Londres.

Vous êtes responsable du pôle devises au sein de l'équipe d'allocation d'actifs d'UBS Global Asset Management. Pouvez-vous nous expliquer quels facteurs impactent le marché des changes?

Une grande variété de facteurs peut entrer en jeu sur le marché des changes. Les fondamentaux économiques, les politiques monétaires et fiscales, les conditions de commerce extérieur, le prix des matières premières, les phases du cycle économique et les mouvements spéculatifs sont souvent les principaux facteurs mais il y en a bien d'autres ! Dans notre gestion, nous mesurons l'importance et les effets de ces différents signaux et les impactons sur les positions de nos portefeuilles. Les taux de change réels évoluent autour de leurs niveaux de Parité de Pouvoir d'Achat (PPA ou PPP en anglais)¹ et les forts écarts par rapport à ces niveaux peuvent offrir d'intéressantes opportunités d'investissement selon le cycle économique.

L'aversion au risque des investisseurs peut également influencer le marché des changes comme nous avons récemment pu le constater.

Enfin, les niveaux de dette devraient également avoir une influence certaine : les pays accablés sous le poids des dettes privées et publiques (comme le Royaume-Unis et de nombreux pays de la zone Euro) n'auront d'autre choix que de les réduire, ce qui aura tendance à ralentir la croissance économique et à influencer les taux de change à moyen terme.

Nous nous efforçons de concilier analyse

fondamentale et analyse du sentiment de marché dans notre processus d'investissement.

Les économies et les marchés ont récemment frôlé le désastre, où en sommes-nous aujourd'hui ? Quelles actions gouvernementales attendez-vous ?

Au cours des deux dernières années, les grandes recapitalisations bancaires et les principaux plans de relance ont pu sauver un système économique mondial à bout de souffle. La croissance devrait néanmoins se poursuivre mais à un rythme moindre que celui des années précédentes. Alors que banques centrales et gouvernements réfléchissaient à des solutions efficaces de sorties suite aux différents plans de relance annoncés en 2009, l'heure est aujourd'hui à l'austérité fiscale. Les gouvernements européens ont explicitement affirmé la nécessité d'une réduction des déficits publics. Mais paradoxalement, l'administration Obama n'a pas encore pris de mesures concrètes pour réduire les déficits publics à un niveau acceptable pour les prochaines années, et elle incite même les gouvernements européens à ne pas lancer trop rapidement des mesures d'austérité agressives. Nous pensons que les pouvoirs publics doivent veiller à une mise en place progressive de ces mesures d'austérité afin de ne pas plomber davantage la faible croissance économique.

Nous sommes également particulièrement attentifs à la proposition de régulation financière annoncée aux Etats-Unis. L'addition devrait être moins élevée que certains ne l'avaient craint mais elle aura néanmoins un impact négatif sur l'évolution

¹ - PPP signifie Purchasing Power Parity. L'équilibre ou le déséquilibre entre devises va être mesuré suivant la parité en pouvoir d'achat. Cet exercice consiste à comparer sur la durée le pouvoir d'achat de 2 consommateurs type de 2 pays différents.

des financières. Le risque politique reste assez fort avec la crainte de nouvelles réglementations sur l'ensemble du secteur financier et des risques géopolitiques toujours présents (exemple récent avec la Corée du Nord et du Sud).

Quels seraient les impacts de ces différentes actions gouvernementales sur le marché des changes ?

La thématique principale que nous décelons concerne le degré d'appétit aux risques des investisseurs. Le dollar américain a vu des flux importants au dernier trimestre 2008 car cette monnaie joue le rôle de valeur refuge en période d'aversion aux risques. Ces positions ont été soldées une fois que le dollar s'est apprécié de son point bas face à l'euro en décembre 2009. Le dollar américain reste néanmoins toujours sous-évalué par rapport à certaines devises telles que le dollar canadien ou australien.

Par ailleurs, nous estimons que la dépréciation de l'Euro est quasi-finalisée mais que les devises du Canada, de l'Australie et de la Nouvelle Zélande sont encore chères. Nous pensons également que des mesures d'austérité trop agressives au Royaume-Uni seraient disproportionnées, trop rapides et ne devraient engendrer qu'une maigre croissance. Parallèlement, le désendettement progressif du secteur privé devrait également pénaliser le taux de change de la livre britannique. Tandis que les Etats-Unis devront probablement se lancer dans des plans d'austérité, le billet vert aura l'avantage de conserver son statut de monnaie de réserve mondiale ce qui devrait maintenir élevée la demande pour le dollar américain.

A ce sujet, considérez-vous que la récente baisse de l'Euro face au dollar américain soit durable ?

Les inquiétudes sur la zone Euro devraient perdurer avec l'austérité financière pesant sur les petits pays en périphérie de la zone de la monnaie unique. Néanmoins, le taux de change de l'Euro reflète déjà significativement ces inquiétudes. De plus, les Etats-Unis souffrant, en partie, des mêmes maux que la zone Euro avec des niveaux de dettes publiques et

privées très élevées, la baisse du taux de change est vraisemblablement limitée. Sur le moyen-terme, le ralentissement de la croissance économique dans la zone Euro conjuguée à la pression exercée sur les dettes souveraines des états européens périphériques pourraient accentuer la baisse de l'Euro.

A noter que d'un strict point de vue de valorisation, la parité actuelle EUR/USD est très proche de nos estimations de sa valeur intrinsèque.

Les devises ne sont généralement pas considérées comme une classe d'actif à part entière. Dans quelles mesures les devises sont déterminantes dans la mise en place d'une stratégie d'allocation d'actifs ?

Le marché des changes joue un rôle essentiel dans la gestion de portefeuille et contribue significativement au budget risque de nos portefeuilles. Nous gérons les devises comme une classe d'actifs distincte avec une très faible corrélation avec les classes d'actifs traditionnels. Les devises permettent ainsi de diversifier un portefeuille tout en améliorant son ratio d'information.

La violence des mouvements sur le marché des changes constatée ces dernières années souligne l'importance d'une bonne gestion de l'exposition aux devises. Sans cadre de gestion, l'investisseur peut être soumis à des prises de risque importantes non récompensées.

Sur quelles devises faites-vous de l'arbitrage ?

Nous nous efforçons d'exploiter les opportunités d'investissements sur les devises là où nous en identifions. Nous ne nous cantonnons pas aux devises du G10 mais incluons également dans nos portefeuilles les arbitrages qui peuvent exister sur les devises asiatiques, d'Amérique du sud et Afrique Moyen-Orient.

Propos recueillis le 27 juin 2010

Le présent document est fourni à titre exclusivement informatif. Ce document a été élaboré par CCR Asset Management, Société Anonyme au capital de 4 831 328 euros, ayant son siège au 44 rue Washington, 75008 Paris (388 368 110 RCS Paris) et agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en qualité de société de gestion de portefeuille en date du 30 novembre 1992 sous le numéro GP 92016. Ce document s'adresse aux investisseurs institutionnels et aux partenaires de distribution. Il ne constitue en aucun cas une offre, ou un appel d'offre, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque placement ou produit spécifique que ce soit dans une quelconque juridiction. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources que CCR Asset Management estime dignes de foi, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative. CCR Asset Management décline toute responsabilité à l'égard de toute décision d'investissement ou de désinvestissement qui serait prise sur la base des données figurant dans cette présentation. Il convient pour chaque produit de se reporter, préalablement à toute souscription, aux documents d'information légaux (prospectus complet, dernier rapport annuel) ainsi qu'au dernier état périodique. Vous pouvez obtenir ces informations en accédant librement à notre site Internet : <http://www.ccr-am.com> Ces documents, qui comportent des informations en termes de risques, de commissions et de coûts, peuvent également être obtenus sur simple demande écrite à l'adresse suivante : CCR Asset Management - Washington Plaza - 44, rue Washington - 75008 Paris. CCR Asset Management attire votre attention sur le fait que la valeur d'une action de SICAV ou d'une part de FCP est soumise à l'évolution des marchés financiers et enregistre des fluctuations. Tout investissement dans des OPCVM peut comporter un risque plus ou moins important selon les marchés d'investissement y compris celui de la perte totale et soudaine de son investissement par l'investisseur. Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures. Le présent document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques ou futurs, d'une situation financière ou fiscale particulière, de l'expérience et de la compréhension des produits financiers ou des besoins propres à un destinataire précis. La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée, ou l'altération des marques, logos, dessins, analyses, signes distinctifs, images, animations, graphiques, photographies ou textes figurant le cas échéant sur cette présentation sont interdites, sans l'autorisation préalable de CCR Asset Management sous peine de poursuites.