

## Stratégie d'investissement

### UFG-LFP vous présente ses meilleurs vœux pour 2010 !

A la différence de l'an dernier, nous abordons cette période de vœux avec un niveau de visibilité qui nous semble nettement meilleur, au moins pour les prochains mois, et si les risques de déception ou de rechute sont loin d'être exclus, nous appréhendons avec davantage de sérénité les traditionnels réaménagements de portefeuilles de début d'année !

Les dernières semaines de 2009 ont peu changé la donne économique et financière que nous avons commentée dans nos dernières parutions, si ce n'est, comme nous l'évoquons en dernière page, que les bourses se sont fort bien tenues, alors même que certaines nouvelles auraient pu les faire douter. Rappelons nos principaux points d'ancrage et de vigilance pour les mois à venir :

- La reprise se confirme dans la plupart des pays développés mais à un niveau modéré et avec de fortes incertitudes sur l'emploi et la consommation privée, les pays d'Asie émergente et d'Amérique latine continuent à tirer la croissance mondiale mais trop vite à notre sens. La normalisation progressive des mesures de soutien en 2010 devrait en principe réduire les écarts de croissance, mais sans remettre en cause cette **dichotomie qui conditionne aujourd'hui clairement nos choix d'investissement**.
- La **sortie des politiques monétaires** très accommodantes sera graduelle, sauf dans certains pays où le niveau d'activité et le risque d'inflation exigent un resserrement plus prompt. Ces décisions seront **facteurs de volatilité** sur les taux, mais aussi sur tous les actifs risqués. La Chine vient tout récemment d'illustrer ce propos.
- Dans la plupart des pays, l'ancrage de taux monétaires historiquement bas sera un facteur modérateur à la hausse des rendements, alors même que la dégradation des

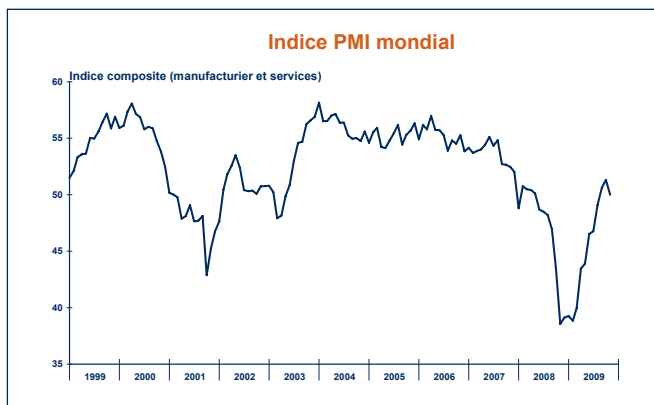
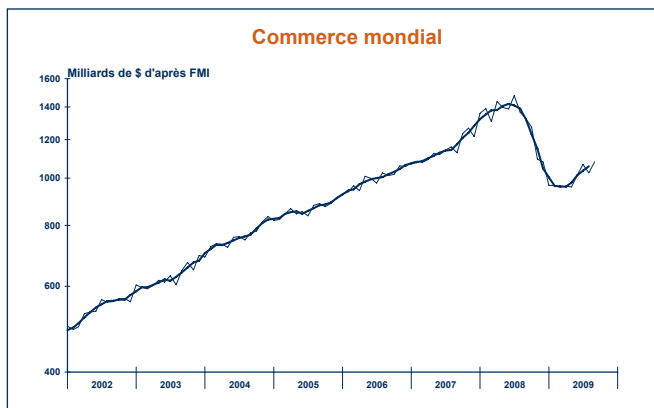
**finances publiques** sera un facteur très discriminant de fixation du **niveau des taux réels**. Les marchés obligataires 2010 promettent d'être agités !

Dans ce contexte, nos portefeuilles diversifiés flexibles font la part belle aux classes d'actifs risquées qui devraient au global rester favorablement orientées en 2010, en dépit des probables phases de consolidation que les risques monétaires et les risques pays pourraient déclencher.

- Notre poche actions représente approximativement la moitié des actifs, dont 10 % environ sur les zones émergentes, 25 % en Europe et le reste aux Etats-Unis. Cette allocation est complétée par 7 % d'obligations convertibles internationales et 3,5 % de matières 1<sup>res</sup>.
  - Notre poche obligataire a une double vocation : moduler le risque global de notre allocation et apporter du rendement. Nous assurons le 1<sup>er</sup> point à l'aide de dettes gouvernementales européennes qui représentent 20 % du portefeuille. L'optimisation du rendement est assurée via une allocation diversifiée sur la dette privée, avec 12 % de d'obligations d'entreprises "Investment Grade", 3 % d'obligations "High Yield" et 5 % de dettes subordonnées financières. Enfin, près de 9 % sont alloués sur la dette souveraine émergente, toujours privilégiée en dépit de son excellent parcours 2009.
- Ce portefeuille affiche une **exposition équilibrée aux marchés d'actions** (50 %), une **sensibilité modérée** (un peu plus de 2 %) et un risque global mesuré par sa volatilité ex-ante 52 semaines proche de 13 % qui atteste d'un bon niveau de diversification. Nous abordons donc ce début d'année avec la volonté de tirer parti du momentum actuel des bourses, mais aussi une conscience extrême de la **réactivité qu'exigera le pilotage de nos fonds flexibles** face aux écueils de 2010 !

L'année 2010 s'amorce dans la continuité de la fin 2009 pour l'économie mondiale. La croissance est vigoureuse dans les pays émergents, elle a retrouvé une orientation positive mais sans grand dynamisme dans les pays développés. L'inflation globale (mesurée sur les derniers mois) est redevenue faiblement positive. Sur les marchés financiers l'euphorie de la mi-2009 est terminée. **Les acteurs n'ont par pour autant perdu confiance dans la poursuite du mouvement d'amélioration de l'activité économique amorcé au printemps 2009**, mouvement qui devrait se poursuivre au cours des prochains mois dans les pays développés comme dans les pays émergents.

Les graphiques ci-dessous montrent l'évolution du commerce mondial (total des exportations mondiales). Le point bas est dépassé depuis le printemps 2009. Le commerce mondial se redresse à un rythme modéré. L'indice PMI "mondial" (indice du rythme d'activité perçu par les directeurs d'achats) a fortement rebondi puis hésite depuis l'automne dernier à un niveau peu élevé.



**Aux Etats-Unis, la conjoncture économique s'améliore lentement.** Au-delà des mouvements au mois le mois, les tendances au début 2010 peuvent se résumer ainsi: lente remontée des carnets de commandes dans l'industrie (mais rechute des ventes de voitures neuves), quasi-stabilité de l'emploi, des salaires et du revenu réel des ménages, remontée du taux d'épargne et très lente progression des indices de confiance des particuliers, contraction des encours de crédit à la consommation, remontée légère et hésitante des permis de construire des logements, quasi stabilisation de l'investissement privé.

Dans la zone euro, les enquêtes de conjoncture reflètent l'amorce d'un rebond d'activité encore récent et d'ampleur modeste. L'indice de la production industrielle du dernier mois connu (novembre 2009) est à 92. Le dernier point bas (en mars 2009) était à 88. Il y a donc bien une hausse mais on rappelle qu'à son dernier point haut du début 2008 l'indice avait atteint le niveau de 110. C'est dire l'ampleur du recul et la faible part du terrain perdu qui a été regagnée. Or **le rebond reste encore hésitant en Europe**. La capacité de rebond de la zone euro est clairement handicapée par le niveau élevé du taux de change de l'euro ainsi que par l'ampleur de l'endettement à résorber, notamment en Espagne et au Royaume-Uni.

Avec le retour à la croissance le commerce mondial s'est ranimé. Le graphique ci-contre suggère que le redressement devrait se poursuivre. A court terme, le prix du pétrole (comme ceux des matières premières) devrait rester soutenu par l'augmentation de la demande, des cours du Brent de 80 à 85 dollars paraissant atteignables au premier semestre 2010. Mais les stocks sont relativement élevés, l'offre est abondante et elle augmente, et des réserves complémentaires subsistent. La surprise des dernières semaines a été le redressement du dollar. Des facteurs contingents comme la menace sur la dette publique de la Grèce ont probablement joué mais les marchés commencent sans doute à prendre conscience de ce que **la normalisation des taux d'intérêt centraux commencera aux Etats-Unis avant la zone euro**. L'écart de taux longs s'est déjà inversé au bénéfice des Etats-Unis.

# Perspectives économiques

Au delà de la conjoncture courte, une nouvelle année est l'occasion de recadrer les facteurs de la dynamique et du mouvement macroéconomique général. C'est cette approche qui nous avait conduits il y a un an à privilégier l'hypothèse d'une récession courte suivie d'un rebond au deuxième semestre 2009. Le rebond a effectivement eu lieu et a fortement stimulé les marchés boursiers. Aujourd'hui nous continuons de miser sur la persistance de la croissance tout en soulignant avec insistance le fait qu'il ne peut pas s'agir avant longtemps d'une croissance forte dans les pays développés. Plusieurs obstacles s'y opposent et s'y opposeront tout au long de l'année 2010 et très probablement au-delà, faible incitation à investir des entreprises, limitation du crédit bancaire, larges surcapacités industrielles. Le manque de visibilité augmente la prudence des acteurs économiques et bride les comportements de dépense et d'investissement. **Au total, les perspectives pour 2010 sont modérément encourageantes et traduisent le début d'une période de convalescence et non une reprise économique.**

Le tableau suivant illustre les perspectives de croissance qui nous semblent les plus vraisemblables pour 2010 et 2011 pour les pays développés (qui représentent environ 60 % du PIB mondial) et pour les pays hors OCDE.

## Taux de croissance du PIB

	2008	2009	2010	2011
OCDE	0,6 %	-3,5 %	2,0 %	1,5 %
Hors OCDE	6,1 %	2,5 %	6,0 %	5,5 %
Monde	2,7 %	-1,0 %	4,0 %	3,0 %

Le rebond de 2010 s'explique par la fin du déstockage et par l'effet temporaire des plans de soutien budgétaire. La disparition de ces effets impliquera un tassement de l'activité dans la deuxième partie de 2010 et en 2011.

Au total, **si ces perspectives se confirmaient le PIB de la zone OCDE aurait en moyenne stagné sur quatre années.** Si dans un premier temps, les entreprises ont pu amortir le choc en réduisant leurs coûts, la génération de profits deviendra désormais plus difficile.

Une conséquence de la relative faiblesse de la croissance dans les pays développés est que l'écart entre le PIB et le PIB potentiel ne se résorbera pas et restera durablement élevé. Cet écart est actuellement de plus de 6 points de PIB. Un tel niveau de sous utilisation des capacités écarte durablement toute menace inflationniste. Mais les taux d'intervention des Banques Centrales sont très éloignés d'un niveau cohérent avec le retour d'une croissance même modérée. Un retour vers la normale devra intervenir.

Une seconde observation suggérée par les perspectives présentées ci-dessus est la **divergence entre pays développés et pays émergents** (assimilés ici à l'ensemble du monde hors OCDE). La croissance serait quasi-nulle sur les quatre années 2008-2011 dans les pays développés alors qu'elle atteindrait près de 5 % l'an en moyenne dans les autres pays. Un tel écart est exceptionnel. Est-il réaliste ?

On notera enfin que si la croissance atteint bien en moyenne 6 % en 2010 pour l'ensemble des pays émergents, ce taux serait proche de la moyenne des années passées alors que des plans de relance massifs ont été mis en œuvre notamment en Chine. Ne faut-il pas envisager un tassement de croissance plus marqué à la fin des plans de relance, dans la deuxième partie de 2010 et en 2011 ? Pour ce qui concerne plus particulièrement la Chine, la forte relance du crédit et des dépenses publiques entraîne des tensions, déjà notamment dans le secteur de l'immobilier. Le dilemme inflation-chômage qui a disparu dans les pays développés reste latent dans les pays émergents.

## Scénario de référence 2009-2010

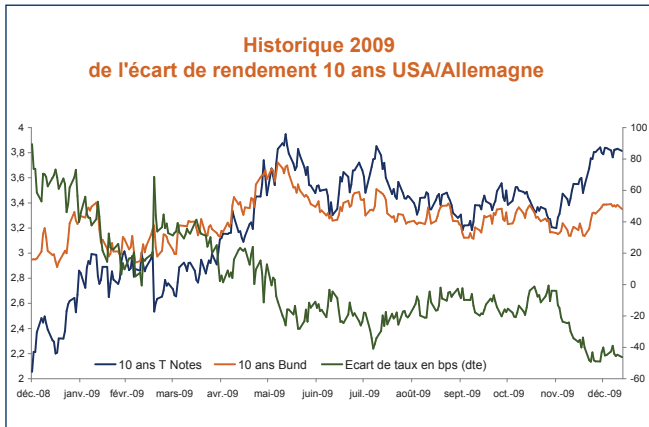
		2009	2010
Taux de croissance*	Etats-Unis	- 2,6	2,5
	Zone euro	- 3,9	2,0
Taux d'inflation*	Etats-Unis	- 0,3	2,0
	Zone euro	0,3	1,3
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	1,25
	BCE	1,0	1,25
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,85	4,25
	OAT	3,60	4,00

Notre perspective centrale pour 2010 est un tassement du taux de croissance au deuxième semestre, sans toutefois une rechute de l'activité. L'inflation resterait faible. Les taux centraux annoncent un début de normalisation dans le courant 2010.

\*En moyenne annuelle - \*\*En fin de période

# Décryptage des marchés

## Marchés de taux

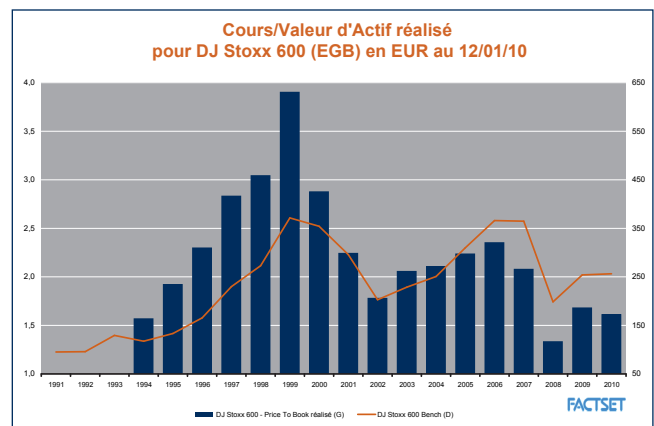


L'un des faits les plus marquants sur le marché de taux en décembre, est le **minikrachs obligataire** américain auquel nous avons assisté dans une indifférence assez générale... Les taux longs US se sont ainsi tendus de 60bp environ, passant de 3,20 % à 3,80 % en un mois, ce qui constitue un mouvement assez violent au regard de l'historique récent. Le cru 2009 restera en outre de piètre mémoire sur les Bonds puisqu'ils affichent une des pires performances, toutes classes d'actifs confondues, avec près de -18 % sur un an ! Les raisons de ces tensions ne sont pas nouvelles mais bien confirmées. Tout d'abord des batteries de **statistiques économiques bien meilleures** à défaut d'être toutes d'excellentes (ISM Manufacturier, emploi, ...) qui montrent l'avance très claire des Etats-Unis dans le cycle de la reprise des pays développés. En corollaire, des **anticipations monétaires** qui sont sages jusqu'à l'été 2010 pour s'accroître ensuite, et qui apparaissent même comme agressives au-delà de 2 ans, faisant le pari implicite d'une reprise pérenne et forte. Les taux Eurodollar 3 mois anticipés au-delà de mi 2013 s'affichent ainsi à plus de 4 %. Enfin l'inquiétude sur le **financement du déficit public abyssal** contribue également à la nervosité, même si pour l'instant, pente de la courbe et excès de liquidités agissent comme facteurs modérateurs.

**Ce cas d'école "made in USA" devrait éclairer nos réflexions obligataires à l'aube de cette nouvelle année !**

## Marchés actions

Après plusieurs mois de consolidation à plat, la **résistance des bourses** ces dernières semaines à certaines nouvelles décevantes ou franchement mauvaises, interpelle. Car les raisons de douter auraient pu être nombreuses entre exacerbation de certains risques pays, résurgence de craintes de terrorisme ou de risques géopolitiques, conditions météorologiques extrêmes dans l'hémisphère nord avec tensions sur les prix pétroliers, mini krach obligataire américain... Foin de tout cela, c'est pour l'instant le **triptyque perspectives de croissance/liquidités/valorisations raisonnables** qui mobilise l'attention des investisseurs et suscite l'optimisme, y compris lorsque les statistiques économiques sont mitigées, puisqu'elles apparaissent alors comme la garantie de taux monétaires durablement bas ! Il n'empêche que nous voilà à la veille de la saison des résultats Q4 2009, sur le S&P500 l'effet de base Q4 2008 sera particulièrement favorable et les attentes de résultats sont donc élevées. Mais tout comme au 3<sup>e</sup> trimestre, c'est sur les volumes d'activité et prévisions de chiffres d'affaires que les entreprises seront véritablement attendues, et la volatilité promet d'être au rendez-vous. Car après la phase d'ajustement des coûts, **l'enclenchement d'un nouveau cycle de profits nécessite une évolution favorable des CA en 2010**. La donne fusions-acquisitions sera également un facteur clef. Enfin, l'évolution du marché en 2010 devrait, à l'image des dernières semaines, continuer à s'inscrire dans une logique de redistribution des performances entre les secteurs et entre les différents profils de valeurs, laissant la part belle à la sélection de titres ou à des styles plus "value".



Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.