

Stratégie d'investissement

Nous avons le sentiment, début 2010, d'entamer l'année sous de bons auspices, et d'avoir un peu de temps devant nous avant que ne se concrétisent les faiblesses et les risques de notre scénario central... Force est de constater qu'il aura fallu moins d'un mois avant que les marchés ne tremblent à nouveau devant les menaces inhérentes à cette sortie de récession bien particulière.

Et pourtant, une analyse à froid des fondamentaux rassure objectivement :

- Le flux des **nouvelles macro-économiques** du mois conforte l'idée d'un **net rebond post crise**, car si les chiffres européens sont très dispersés, les **Etats-Unis** s'offrent au 4^e trimestre une insolente progression du PIB accompagnée de bonnes perspectives sur les stocks et l'investissement. Même la FED semble plus confiante dans la reprise tout en persistant dans une communication qui prône des taux durablement bas, au moins tant que les conditions de crédit et l'emploi ne se sont pas nettement améliorés.
- Sur les **zones émergentes** et en Asie en particulier, les surprises sont positives, alors même que les attentes étaient élevées ! Croissance à deux chiffres affichée en Chine sur le 4^e trimestre pour une progression du PIB 2009 à près de 9 %... les chinois devront en 2010 répondre à une question incongrue pour nos contrées développées : comment ralentir cette dynamique sans la casser et **éviter les écueils de la surchauffe** ?
- Coté micro-économique, la **saison des résultats Q4 2009** bat son plein, en dehors du secteur bancaire qui reste sous-pression du coût du risque et soumis à la volatilité des contributions de la banque d'investissement, et en excluant quelques déceptions sectorielles (santé) ou valeurs, elle s'avère être **un bon cru**.

Le mal est donc ailleurs, et si nous sommes objectivement surpris par le timing de ces turbulences plus précoces que nous ne l'avions imaginé, les raisons de ce regain d'aversion au risque sont

clairement celles qui nous préoccupent depuis plusieurs mois :

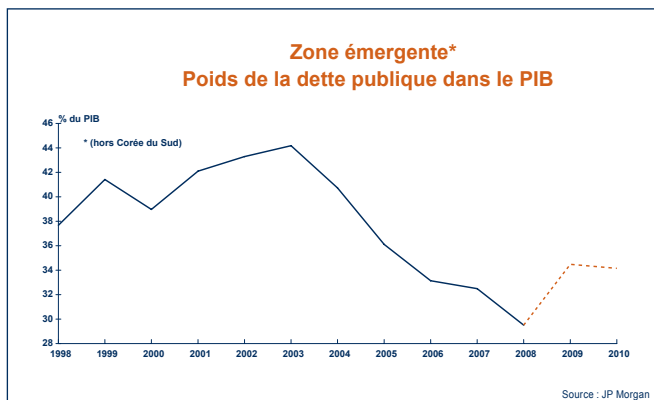
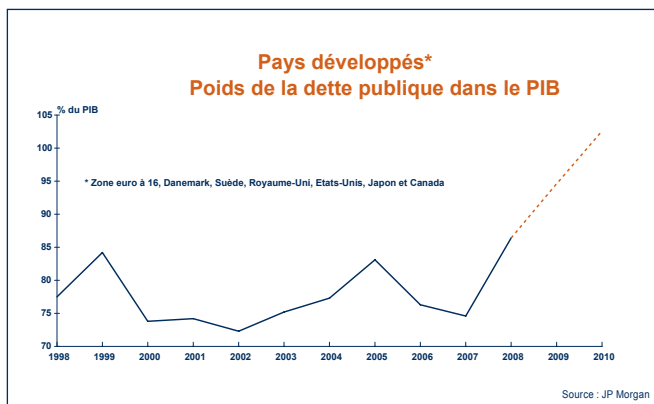
- Risque de politique monétaire** dans les zones en forte croissance, pour l'instant Pékin s'est borné à relever le ratio des réserves obligatoires et à prendre des mesures pour limiter l'octroi de crédit, mais le ton est donné et d'autres décisions suivront, avec un impact qu'on peut appréhender dans ces marchés fragiles...
- Risque réglementaire et politique**, exacerbé ce mois-ci sur le secteur bancaire américain par un duo Obama/Volcker bien décidé, dans un climat politique certes propice, à faire front commun face aux abus qui ont failli provoquer l'effondrement du système financier en 2008. Nous pourrions dans la même veine, y ajouter le **risque fiscal**, d'ores et déjà manifeste pour les banques d'investissement américaines, mais qui pourrait s'étendre sur d'autres zones et d'autres secteurs en raison de la manne que représentent les profits des grandes entreprises face à l'exigence de rigueur budgétaire.
- Enfin et surtout, **risque pays**, qui prend en ce mois de janvier une ampleur historique avec tout d'abord un acharnement sur la Grèce, puis un début de contagion à d'autres mauvais élèves de la zone euro (voir notre analyse en page 4).

Ces raisons d'inquiétude sont majeures, mais elles ne remettent pas fondamentalement en question notre scénario central, ni nos préférences sur les classes d'actifs à terme fin 2010. Nous avons toutefois tactiquement choisi de traverser cette zone de turbulences en réduisant, depuis 2 semaines, la voilure pour limiter la volatilité de nos performances, dans cette phase de recorrélation des actifs risqués. Nos expositions actions ont été sensiblement abaissées tout comme nos allocations sur le crédit, nos limites de pondération sur les dettes de pays périphériques ont été resserrées, **marque de prudence à court terme bien plus que de défiance à moyen terme**.

La récession est désormais terminée dans l'ensemble du monde, les pays retardataires comme le Royaume-Uni, l'Espagne ou certains pays d'Europe de l'Est ayant touché leur point bas à la fin de l'année dernière. L'expansion est générale en ce début d'année 2010, entraînant un net redressement du commerce mondial. Le taux de croissance du PIB mondial mesuré en variation sur un trimestre a dépassé le rythme de 5 % l'an dès le troisième trimestre 2009 et il est probable qu'il dépassera le rythme de 6 % l'an au quatrième trimestre. Il était strictement opposé au quatrième trimestre 2008, en recul de 6 %.

Aucun obstacle immédiat à la croissance ne se présente et le mouvement de rebond général devrait se poursuivre au cours des quelques prochains mois, avec toutefois une montée de l'inquiétude légitime des marchés sur les perspectives économiques et les équilibres financiers.

Les graphiques montrent l'évolution de la dette publique (en % du PIB) dans les économies développées et dans les pays émergents. Compte tenu des perspectives de croissance, la divergence est encore appelée à s'accroître.



Aux Etats-Unis, la surprise est venue de la première estimation de la croissance au quatrième trimestre au taux annuel de 5,7 %, alors que les indicateurs de conjoncture habituels ne traduisaient pas une conjoncture extrêmement vigoureuse. L'explication, qui était attendue mais difficile à chiffrer, est l'effet de la fin du déstockage. A elle seule celle-ci explique 3,4 points de croissance au quatrième trimestre 2009 sur le total de 5,7 % et elle ne peut avoir lieu qu'une fois.

Hors effet de l'ajustement des stocks, la croissance américaine a été de 2,2 % l'an, ce qui est satisfaisant mais reste modéré pour une fin de récession. La consommation des ménages est toujours bridée. Quant à l'investissement, il est stabilisé sans signe de redressement.

La zone euro retrouve aussi un niveau d'activité plus soutenu grâce notamment à l'effet d'entraînement des exportations et sans doute aussi à l'ajustement des stocks.

L'amélioration européenne est très progressive et les carnets de commandes industrielles restent sensiblement inférieurs à la normale. Le taux de chômage n'est pas près de se stabiliser. Les encours de crédit au secteur privé et la masse monétaire se contractent.

Les pays émergents ont retrouvé une tendance dynamique pour des raisons qui diffèrent d'un pays à l'autre. Le Brésil est dans un régime de croissance relativement équilibré avec une expansion de l'ordre de 5 % l'an, une inflation stabilisée au voisinage de 4 % l'an et des hausses salariales contenues. On ne voit donc pas de menace à court terme sur l'économie brésilienne qui se développe sans créer de tensions particulières. La situation est différente en Chine. La croissance y est très forte, en partie grâce au soutien budgétaire massif et à une distribution de crédit débridée en 2009. Le risque de tensions inflationnistes et d'excès de création monétaire augmente. Il nécessitera une politique monétaire plus restrictive.

La Chine a déjà relevé le taux des réserves obligatoires. L'Inde vient de suivre le mouvement. Le monde est ainsi coupé en deux. D'une part des pays développés, qui émergent progressivement d'une récession profonde. D'autre part, des pays émergents, sortis depuis un an d'une courte récession, qui ont retrouvé leur trajectoire de développement mais risquent de buter sur l'inflation.

Perspectives économiques

Le Fonds Monétaire International vient de réviser une nouvelle fois en hausse ses prévisions de croissance annuelle pour 2010. Celles-ci sont désormais proches des prévisions que nous affichons depuis longtemps et que nous n'avons pratiquement pas modifiées. Dans l'ensemble, les prévisions des différents instituts pour 2010 se sont resserrées et sont de l'ordre de 1,5 % à 2,5 % pour les pays développés. On voit mal ce qui pourrait entraîner à court terme un retournement de conjoncture dans une phase aussi précoce du mouvement de reprise et dans un contexte de main d'œuvre et de capacités de production abondantes, au moins dans l'ensemble des pays développés. Les débats portent sur le rythme de la croissance à venir et sur les politiques économiques de sortie de crise.

Dans les pays développés, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis, **on note une évolution du discours sur la politique budgétaire**. Le Président Obama dans son discours sur l'état de l'Union ainsi que les dirigeants européens en diverses occasions ont affiché leur intention d'endiguer la montée de la dette publique, ce qui passe nécessairement par une réduction rapide des déficits. Le déficit public américain dépasse 10 % du PIB. Il doit pourtant très peu au plan de relance des infrastructures dont la trace est presque invisible dans les dépenses publiques constatées. Selon les comptes nationaux américains, la contribution des dépenses publiques d'équipement et d'infrastructures publiques a été de l'ordre de 0,1 point de croissance. Avec le retour de la croissance, l'objectif de réduction du déficit devrait conduire à étaler au maximum la mise en œuvre des projets initiaux. Mais simultanément, le G7 Finances souligne que l'économie a encore besoin d'un soutien public.

L'autre interrogation concerne la politique monétaire. Le retrait des dispositifs non conventionnels est régulièrement confirmé par les Banques centrales qui répètent aussi que **le retour à des taux d'intervention plus normaux n'est pas à l'ordre du jour**. Pour l'instant, la reprise progressive des liquidités par les Banques centrales écarte la menace que pourraient constituer les excédents monétaires. Que se passera-t-il lorsque le retrait des liquidités cessera d'ici deux à trois trimestres ? Ces liquidités iront-elles nourrir des hausses artificielles des valeurs d'actifs et créer par conséquent des nouvelles instabilités sur les marchés ?

La question de la politique économique chinoise est aux antipodes de celle des pays développés. L'objectif est certes aussi de soutenir l'activité et d'éviter tout risque de rechute, mais là l'obstacle n'est pas le budget public, c'est la monnaie. **La politique du yuan bas (et même très bas) est favorable à court terme aux exportations industrielles et à l'activité économique chinoise, mais elle est aussi favorable à l'inflation**. Elle crée progressivement des déséquilibres internes et des tensions inflationnistes en Chine et aussi des déséquilibres internationaux avec une accumulation de réserves de devises en Chine et dans d'autres pays d'Asie, et des mouvements importants de capitaux. Pour contrer le risque inflationniste, le gouvernement chinois dispose de deux leviers, le resserrement monétaire ou la hausse du taux de change du yuan. La Chine se résoudra à laisser monter le taux de change du yuan lorsque la menace d'inflation l'emportera sur le risque de perte de croissance. Cela pourrait être le cas dans le courant de l'année 2010.

Scénario de référence 2009-2010

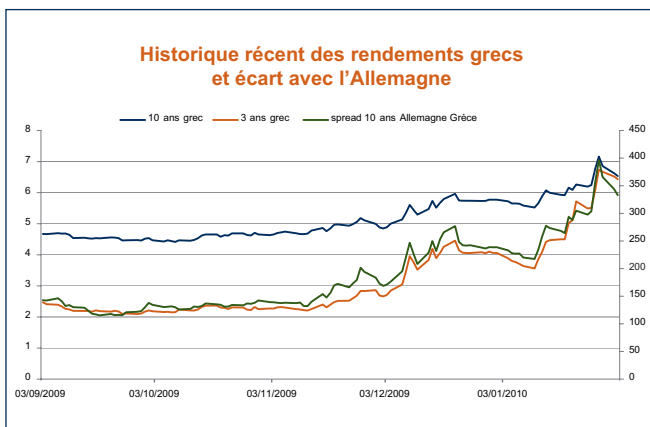
		2009	2010
Taux de croissance*	Etats-Unis	- 2,4	2,9
	Zone euro	- 3,8	2,1
Taux d'inflation*	Etats-Unis	- 0,4	2,0
	Zone euro	0,3	1,3
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	1,25
	BCE	1,0	1,25
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,85	4,25
	OAT	3,60	4,00

Les dernières données confirment la perspective d'une croissance de l'ordre de 2 % en Europe et de 3 % aux Etats-Unis en 2010. Nous maintenons la prévision d'un tassement de la croissance au deuxième semestre 2010 et en 2011.

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Décryptage des marchés

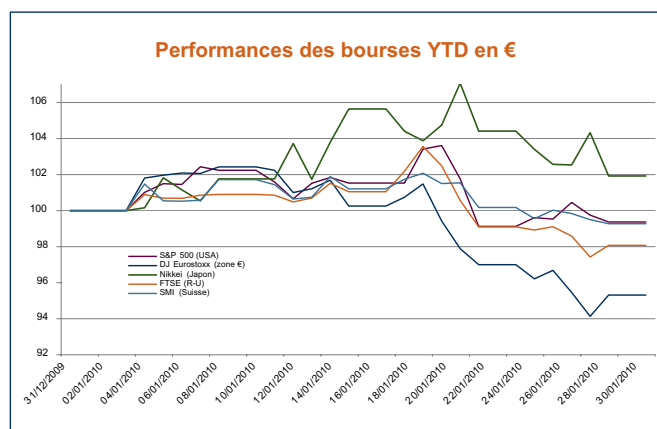
Marchés de taux



Le mois de janvier n'aura accordé aucun répit aux dettes souveraines de la zone euro : après un écartement historique du différentiel de rendement sur les taux grecs illustré sur le graphe ci-dessus, le phénomène s'étend désormais à la péninsule ibérique et met sous haute pression les emprunts d'Etats portugais et espagnol. Un bref état des lieux montre que si la **situation des finances publiques** de l'ensemble des pays européens s'est **fortement détériorée** au cours des dernières années, les **attaques du marché paraissent exagérées** au regard des fondamentaux et **peu discriminantes** d'un pays à l'autre. Prenons simplement les cas espagnol et anglais : la dette publique espagnole représente 75 % du PIB, elle s'est accrue de 35 % en 4 ans, le déficit public s'affiche à 9 % du PIB et la charge de cette dette représente 2,5 % du PIB. Outre-manche, le ratio dette/PIB atteint 95 %, en hausse de 50 % sur 4 ans, le déficit public représente 10 % du PIB et la charge de la dette 2 %... On voit clairement qu'au-delà de la logique fondamentale, d'autres forces sont à l'œuvre, et à quel point les opérateurs redevenus très nerveux, sont sensibles à la moindre erreur de communication des gouvernements. Les grecs et les portugais paient ainsi très cher ce mois-ci leurs maladresses ou hésitations lors du lancement de leur programme de financement. Cette crise pose donc avec acuité la question de la **crédibilité individuelle des divers gouvernements** qui annoncent des **budgets de rigueur**, elle pose également le problème de l'**absence d'unicité de politique budgétaire** au sein de la zone, faiblesse congénitale de la construction européenne. Face à l'ampleur de cette crise, la zone euro ne peut être que solidaire, les officiels l'affirment et nous n'en doutons pas en dépit des exagérations des marchés. **L'issue ne peut être que politique** et sa gravité constitue sans doute une opportunité à saisir par nos dirigeants lors de la réunion des chefs d'Etats de l'UE le 11 février !

Marchés actions

Janvier s'achève sur de bien **médiocres performances boursières**, certes moins mauvaises qu'en 2008 ou 2009 années de crise, mais surtout **très disparates d'une zone géographique à l'autre**. Comme l'indique le graphe ci-dessous, un investisseur européen qui aurait diversifié son portefeuille sur Etats-Unis, Zone Euro, Japon, Royaume-Uni et Suisse, en conservant le risque de change intrinsèque, aurait sur un mois un bilan pour le moins différencié : performance nettement positive au Japon, quasi-nulle aux US et en Suisse et franchement négative en Zone Euro, avec là aussi une dispersion marquée des performances par pays. Tout comme les marchés de dettes publiques, les bourses sont elles aussi victimes de la **défiance vis-à-vis de la monnaie unique européenne**. Cet Euro qui a autorisé à chaque pays adhérent l'accès à des taux d'intérêt très bas et un abaissement marqué du coût de sa dette, rattrape aujourd'hui ceux des pays membres qui n'en ont pas profité pour conserver une certaine rigueur budgétaire... Ils sont donc aujourd'hui au pied du mur, contraints par les marchés à un tour de vis vigoureux et à des **coupes budgétaires drastiques**, alors même que la croissance économique atone au sein de la zone, rend très difficile toute réduction des dépenses publiques ou tout resserrement fiscal ! La voie vers un franc redressement des conditions économiques sera longue et douloureuse, **l'Euro** va sans doute continuer à **s'ajuster à la baisse**, ce qui constituera un **élément de soutien**, les **taux d'intérêt** vont probablement rester dispersés mais l'hypothèse de la solidarité les fera **converger vers le haut**, ce qui n'est **pas très favorable**. Nous disions depuis de longs mois à quel point l'endettement public pèserait sur la reprise dans la **phase de convalescence des économies**, les bourses sont en train de l'intégrer, avec une certaine forme d'injustice toutefois !



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.