Orientations et Stratégie n°101

Lettre mensuelle de UFG-LFP | Avril 2010 - Achevée de rédiger le 06 | 04 | 2010

Stratégie d'investissement

L'arrivée d'un printemps plus qu'attendu semble avoir dopé le moral des opérateurs sur les marchés, faut-il pour autant céder à la tentation de l'optimisme et revoir très sensiblement nos allocations d'actifs ?

- Comme nous l'exprimons en page centrale de cette lettre, les données macro-économiques récentes sont partout rassurantes quant à la poursuite de la reprise dans les pays développés. C'est vrai aux Etats-Unis ou les indicateurs avancés (ISM, Conference Board...) confirment le bel élan amorcé dès la rentrée 2009, c'est vrai au Japon ou le Tankan est au plus haut depuis septembre 2008, c'est vrai en Europe ou les enquêtes PMI, IFO... rassérènent après un 4º trimestre pour le moins inquiétant! Nous prévoyons donc un 2º trimestre 2010 sous de meilleurs auspices d'un point de vue conjoncturel, sans pour autant verser dans un optimisme béat quant à la pérennité de cette embellie.
- Car la poursuite de cette reprise à court terme s'accompagne toujours de fortes incertitudes au-delà. Même aux Etats-Unis ou la vigueur de l'activité est indiscutable, on sait que le redressement du secteur immobilier résidentiel est fragilisé par l'imminence du retrait des perfusions de la FED et du gouvernement, que de même l'emploi va continuer à s'améliorer, mais bien davantage par la création d'emplois publics que par un franc redressement de l'emploi privé qui continue à détruire des postes. De façon générale dans les zones développées, l'assurance d'une croissance autoentretenue par des moteurs "consommation", "crédit" et "investissement" enfin en régime de croisière, est loin d'être acquise au 2nd semestre. A encore plus long terme, la montée spectaculaire des dettes publiques hypothèque sévèrement l'idée d'une reprise saine et durable, et l'impact très incertain des évolutions réglementaires dans certains secteurs (Finance, Santé...) n'améliore en rien la visibilité.

 Un mot sur l'issue trouvée en Europe au problème grec : elle doit bien davantage à notre sens au soutien de la BCE qui ôte au gouvernement grec tout risque d'illiquidité, qu'à une véritable avancée de la gouvernance européenne qui n'agit qu'avec la caution du FMI! C'est malheureusement porteur d'interrogations sur l'efficacité des institutions européennes face au défi de la normalisation des politiques économiques...

Mais ne boudons pas notre plaisir et accueillons avec opportunisme et réactivité la fenêtre d'apaisement que semblent nous offrir les marchés ! Sans bouleverser notre stratégie d'investissement aujourd'hui très équilibrée, nous l'infléchissons comme suit :

- Un léger accroissement de nos expositions en actions pour jouer la poursuite du mouvement actuel et capitaliser sur des choix de valeurs plus offensifs (focus en page 4).
- La confirmation de notre préférence pour les zones émergentes dont les marchés devraient continuer à bénéficier d'une attractivité relative marquée, voire même accentuée par les réglages de politiques économiques à venir. Cette préférence concerne les bourses mais aussi et surtout les dettes publiques.
- Le maintien d'une exposition modérée aux taux d'intérêt gouvernementaux "core", européens comme américains, avec davantage de prudence sur les dettes périphériques suite à leur récente normalisation.
- Un goût toujours très prononcé pour les stratégies de portage sur le crédit, mais aussi pour les classes de dettes privées les plus risquées.
- Enfin, toujours aussi **peu d'appétit sur le cash,** promis durablement à une rémunération dissuasive.



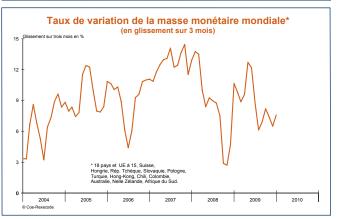
Conjoncture

Les indicateurs économiques récents confirment dans leur ensemble que la conjoncture mondiale est restée sur un sentier de croissance soutenue au cours de l'hiver, sans toutefois s'accélérer.

Les prix des produits de base (pétrole et commodités) ont été en moyenne à peu près stables au cours des dernières semaines après le fort rebond de 2009. Le prix du pétrole (brent mer du nord) oscille entre 75 et 80 dollars le baril sans tendance marquée. La production mondiale de pétrole augmente depuis la mi-2009, comme d'ailleurs la production mondiale d'acier brut et depuis peu la production d'aluminium. Le prix moyen des biens agricoles pour l'industrie a retrouvé son point haut de 2007 et le prix des métaux communs s'en approche. La masse monétaire mondiale (mesurée sur une cinquantaine

Le graphique présente le taux de variation annualisé du glissement sur trois mois de l'inflation mondiale (50 plus grands pays) et de la masse monétaire mondiale. Nous avons choisi le glissement sur trois mois plutôt que le glissement sur un an plus habituel car on voit beaucoup mieux les inflexions. Actuellement le taux d'inflation mondial réaccélère progressivement mais il ne dépasse pas sa tendance du milieu des années 2000. Le rythme d'accroissement de la masse monétaire a nettement ralenti depuis neuf mois, les politiques de drainage des liquidités faisant leur effet.





de pays parmi les plus grands) a retrouvé une tendance modérée. Son rythme dépasse un peu 8 % l'an, ce qui paraît en phase avec une croissance mondiale à 5 % l'an et un taux d'inflation mondial d'un peu plus de 3 % l'an. Ces chiffres ne traduisent pas une menace inflationniste mais le retour à une situation plus normale après une baisse exceptionnelle et quasi générale des prix en 2009. Naturellement, il conviendra de veiller à ce que les taux d'inflation ne dépassent pas le simple retour à la normale, ce qui ne semble pour l'instant le cas qu'en Chine et plus nettement en Inde où la hausse des prix à la consommation est sur un rythme de 15 % sur un an et de 25 % l'an sur les trois derniers mois. Ainsi que nous l'anticipions, les créations d'emploi ont repris.

Aux Etats-Unis comme en Europe, le rebond d'activité se poursuit sans accélération mais sans menace immédiate.

La production industrielle poursuit son rattrapage. Les ventes au détail se redressent à un rythme modéré. La consommation en volume a légèrement augmenté en février comme en janvier au rythme de 2 à 3 % l'an, au prix d'une petite rechute du taux d'épargne (retombé de 4,0 % du revenu disponible en décembre dernier à 3,1 % en février). Le marché de l'immobilier est à peu près stabilisé et le nombre de permis de construire se reprend un peu. Ainsi que nous l'anticipions, les créations d'emploi ont repris.

Dans la zone euro, la remontée des indices des directeurs d'achat industriels s'est encore poursuivie en mars. Elle est même très vive. Le niveau de l'indice d'opinion des industriels européens sur le niveau des commandes a retrouvé son point haut de 2006, le plus élevé depuis dix ans. Ce mouvement doit certainement beaucoup à l'ajustement des stocks. S'agissant d'un indicateur qualitatif, il est possible qu'il soit un peu accentué par le sentiment de retour vers une situation plus normale après une véritable "chute dans le vide". Les indicateurs sont beaucoup plus hésitants dans les secteurs de services (c'est aussi le cas aux Etats-Unis). On notera toutefois que la tendance de l'activité est redevenue positive (indices supérieurs à 50) et que les anticipations d'activité à un an dans les services sont favorables. Au total. la croissance mondiale se maintient à un rythme soutenu et on peut écarter pour les prochains mois l'éventualité d'une rechute d'activité.

Perspectives économiques

Nous retenons depuis longtemps le scénario d'un tassement de la croissance mondiale au deuxième semestre 2010 après le rebond d'activité qui a marqué la fin de récession. L'orientation toujours favorable des indicateurs d'activité remet-elle en cause la perspective de tassement ? Faut-il envisager une poursuite, voire une accélération de la croissance dans le courant 2010 puis en 2011 ? Nous estimons que ce n'est pas le cas parce que les causes du ralentissement attendu sont toujours présentes.

Dans les pays développés ces causes sont la fin de l'ajustement des stocks (qui implique une normalisation de la hausse de l'activité industrielle) et la sortie des politiques de soutien budgétaire. L'épisode grec ne constitue pas en soi une véritable menace sur l'activité compte tenu de la faible taille de la Grèce (quelques pour cent du PIB européen), mais il est symbolique de la réaction des marchés face à la montée des dettes publiques. Même si aucun pays ne se trouve dans une situation comparable à la Grèce, les Etats n'ont désormais d'autre alternative que de se préparer à réduire les déficits. Ils n'envisagent pas de le faire brutalement à brève échéance mais le sens du mouvement ne fait pas de doute. C'est au demeurant nécessaire pour retrouver une croissance durable et cela écarte toute perspective de soutien budgétaire à court terme.

Du côté des pays émergents, principalement des pays asiatiques, les politiques économiques risquent désormais d'être contraintes par la poussée d'inflation des prix à la consommation. **Un cycle de hausse des taux d'intervention devrait être amorcé**

prochainement par les Banques Centrales asiatiques.

Mais il n'est pas assuré que la Chine, qui joue un rôle crucial dans la région d'Asie du Sud-Est ne préférera pas une certaine "fuite en avant" plutôt que prendre le risque, dans un contexte de surcapacités de production, de provoquer un ralentissement économique qui pourrait s'avérer trop brutal à ses yeux.

Notre scénario de référence retient la perspective d'une croissance annuelle de 2,9 % en 2010 et 2,4 % en 2011 pour les Etats-Unis et de 1,6 % en 2010 et 1,4 % en 2011 pour la zone euro. Dans un contexte de croissance modeste qui reste peu inflationniste, les taux d'intérêt à long terme devraient rester relativement stables en 2010 et même en 2011. La perspective la plus probable reste donc le retour progressif mais hésitant vers une croissance tendancielle. Ce n'est pas une bonne performance après une forte récession. Ni les Etats-Unis, ni l'Europe ne retrouveraient leur niveau de production et de revenu d'avant la crise avant plusieurs années (et il est probable qu'il en serait de même dans ce cas pour les cours boursiers). On observera cependant que les Etats-Unis ont connu dans le passé des reprises beaucoup plus marquées, par exemple un taux de croissance de 4,5 % en 1983 et de 7,2 % en 1984. Il conviendra donc d'être particulièrrment attentifs aux signaux qui pourraient le cas échéant conduire à réviser notre scénario central. Une révision à la hausse des perspectives de croissance rendrait vraissemblable une hausse plus marquée des prix des produits de base et justifierait une normalisation plus précoce des taux d'intérêt.

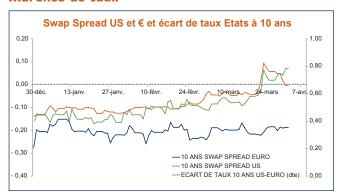
Scénario de référence 2010-2011		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,90	2,40
	Zone euro	1,60	1,40
Taux d'inflation*	Etats-Unis	2,00	2,00
	Zone euro	1,30	1,30
Taux d'intérêt centraux**	Fed	1,00	2,00
	BCE	1,00	1,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	4,25	4,50
	OAT	4,00	4,00

Le tassement de l'activité tient à la fin des ajustements des stocks et des plans de soutien alors que les moteurs plus durables ne sont pas encore prêts à entrainer la demande. Dans ce contexte, les taux d'intérêt longs

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Décryptage des marchés

Marchés de taux



Derrière les faibles variations observées sur les grands marchés obligataires (US, core €) depuis le début d'année, se cachent en fait des évolutions contrastées de part et d'autre de l'Atlantique ainsi qu'une évolution divergente des swaps spreads européen et américain. Alors que le Bond à 10 ans se retrouve au bout du trimestre à son niveau initial de 3,85 %, le Bund affiche en revanche un repli tangible de près de 30bp à 3,10 %. Dans le même temps, comme l'illustre le graphique ci-dessus, l'écart de rendement Bond/Swap 10 ans passe en territoire négatif, ce qui est tout à fait historique. Le pic récent du swap spread US, proche de 80bp, correspond au paroxysme de la crise financière en 2008. Depuis, la dégradation des finances publiques américaines a fait son œuvre, appuyée par la pression des agences de notation.

D'autres facteurs fondamentaux jouent, vigueur de la reprise, légère résurgence des anticipations d'inflation, et coté géopolitique, les tensions sino-américaines constituent également une menace pour les Bons du Trésor. S'y ajoute en ce mois de mars la fin du programme d'achat, par la FED, de MBS émis par les agences hypothécaires américaines, dont le volume avoisine 1 250 Mds\$ depuis début 2009. Ce n'est sans doute pas un hasard si les taux gouvernementaux se tendent de 30bp sur le mois, car le marché des MBS va à nouveau constituer une alternative pour les investisseurs. On observe ce même phénomène sur l'écart de taux Gilt/Swap 10 ans... parce que la dynamique des déficits publics est tout aussi alarmante au Royaume-Uni. L'Allemagne représente à ce titre un havre de paix, tant pour sa relative orthodoxie budgétaire que pour la faiblesse de sa croissance!

Marchés actions

Les indices boursiers clôturent le trimestre sur une note optimiste, mais sans véritablement remettre en question l'impression générale d'absence de tendance claire qui les caractérise depuis le début d'année. Se confirment toutefois quelques idées-clefs qui sous-tendront très certainement encore leur évolution dans les mois à venir. On note ainsi que les performances des indices reflètent les risques pays implicites avec une dispersion géographique toujours très marquée. En Europe, les pays hors zone € sont en général les meilleurs avec la Suède à plus de 7 %, et la Suisse et le Royaume-Uni proches de 5 %. Les pays d'Europe du Sud sont nettement en retrait avec l'Espagne à - 9 %, l'Italie à - 2 % ou la Grèce à - 6 %. Entre les deux, la France est à peine à l'équilibre à + 1 %. Bien sûr la forte disparité des performances sectorielles explique, au-delà du risque souverain, une partie de ces écarts, puisque ce 1er trimestre est également caractérisé par une hiérarchie marquée des progressions d'un secteur à l'autre. Au sein du DJ Stoxx 600, la techno caracole en tête à + 17 %, tandis que les secteurs défensifs sont dans le rouge, différences notables dans un marché quasi étale!

Comme le montre le graphe ci-dessous, le marché américain n'échappe pas à cette lecture. On constate en effet une baisse marquée de la corrélation historique sur un mois entre les valeurs du S&P 500 qui traduit l'extrême dispersion du comportement des valeurs, y compris en intra sectoriel. La baisse de la volatilité ne fait qu'appuyer ce constat, et l'ensemble de ces éléments démontre que le marché reste plus discriminant que directionnel, d'abord et avant tout conditionné par la réalisation des perspectives de croissance.



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 tenu 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.

