

Stratégie d'investissement

Comme nous l'avons maintes fois évoqué dans cette lettre, le risque souverain s'avère comme le risque majeur de cette année 2010, mais l'ampleur des dégâts dépasse cette fois largement tout ce que nous avons pu imaginer... Il est difficile en ce début mai de faire un diagnostic éclairé des tenants et aboutissants de cette crise, mais quelques éléments ressortent d'ores et déjà avec netteté.

- Le plan grec, certes accepté dans la douleur mais au final plus que substantiel avec son enveloppe de 110 milliards d'euros, apparaît comme insuffisant. Non parce que son montant est jugé trop faible, mais parce qu'il ne répond pas à une problématique beaucoup plus générale de financement des Etats européens. Le cas hellène, avec ses fondamentaux plus que dégradés, mérite un traitement spécifique, mais d'autres pays, de 1^{er} rang cette fois sont aujourd'hui en ligne de mire ou le deviendront, Espagne, Royaume-Uni... **Cette crise sera récurrente** si la dérive budgétaire n'est pas éradiquée.
- Les marchés testent depuis une semaine l'aptitude de la zone euro à la **cohésion politique** face à un enjeu beaucoup plus large que la seule rescousse d'un pays à la dérive. Le plan grec, bien que laborieusement engendré, constituait une première réponse, la mobilisation générale ce week-end sous l'égide de Commission Européenne, de la BCE et du FMI, avec la mise en place de mécanismes d'ampleur indiscutable en est une autre. Ce plan pose le **principe d'une solidarité européenne** lourde de sens. On peut regretter que ces décisions soient si tardives et prises sous la menace, mais la peur est cette fois bonne conseillère et **l'Europe politique est en marche**. Car **le risque est systémique**, il en va de l'accès à la liquidité de ses Etats, de la pérennité de son système bancaire et de la stabilité financière de la plupart des investisseurs. Il reste néanmoins à définir une **gouvernance économique...**
- Saluons au passage **le rôle majeur et précurseur joué par le FMI et la BCE**, face aux tergiversations politiques,

ils ont fait front commun, le FMI représentant une alternative très crédible à la fragilité des instances européennes, la BCE prenant très tôt des mesures techniques pour soutenir les pays les moins bien notés par les agences de rating. Et si elle n'a souhaité afficher un **programme d'achat de dettes gouvernementales** qu'en dernier recours, elle revoit également à la lumière de cette crise son **plan de sortie des mesures monétaires quantitatives**.

- Aucun de ces plans d'urgence pourtant indispensables, ne dispensera la zone euro d'une **cure d'austérité**. Il faut donc **d'abord sauver l'union monétaire**, puis mettre chacun des pays à la dérive à la diète budgétaire. Nous devons, y compris en France, nous préparer à des années de rigueur, et travailler nos allocations d'actifs européens sur la base d'une **croissance locale anémiée et sans inflation**. La **baisse de l'euro**, corollaire de cette crise, constitue dans ce paysage désolant une bonne nouvelle pour notre compétitivité.
- Cette crise souveraine intervient, et c'est heureux, à un moment où, **ailleurs qu'en Europe, le rebond économique est plus vif** qu'attendu. L'actualité du 2^e trimestre est émaillée de bonnes nouvelles en provenance des Etats-Unis et des zones émergentes, plus que jamais il nous faut penser nos choix d'investissement avec **cet éclairage géographique**, qu'il s'agisse de dettes gouvernementales, privées, ou d'actions. Les cartes du risque sont rebattues, alors même que les taux sans risque européens sont plus que jamais condamnés à rester proches de 0. Ce constat qui conditionne nos allocations depuis fort longtemps s'accroît face au chaos européen, il guidera dans les jours à venir les inflexions que nous apporteront à nos stratégies, tant **coté obligataire** où les **primes de risque sont rééchelonnées** (voir notre propos en page 4), que coté bourses où pour l'instant, les raisonnements **fondamentaux micro-économiques sont totalement et légitimement obérés par la volatilité ambiante** (voir notre analyse en page 4).

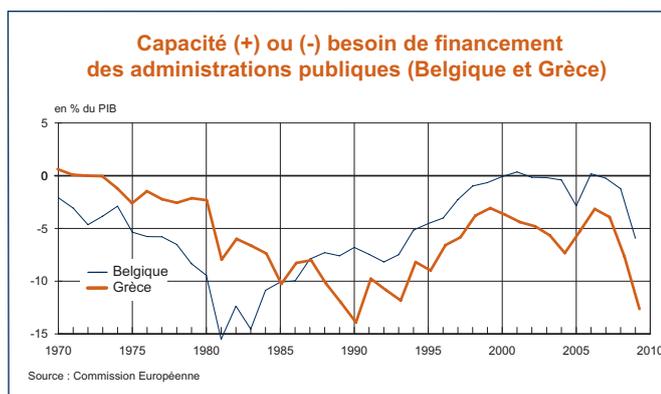
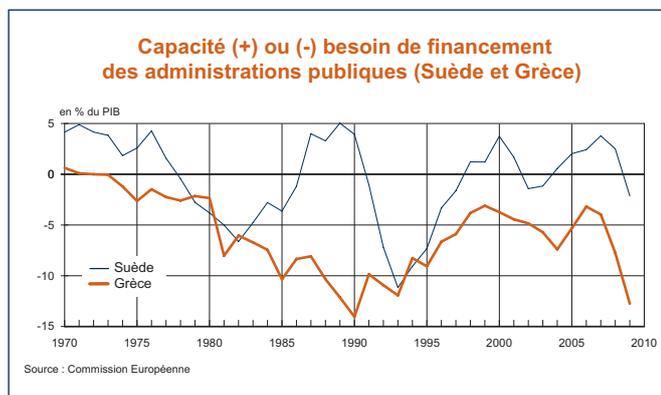
Le point frappant de la conjoncture récente est la déconnexion entre une conjoncture réelle qui reste favorable, et une conjoncture financière fortement perturbée par la crise des finances publiques européennes. Les indicateurs de l'activité économique confirment le rebond général de la production dans le monde et les enquêtes d'opinions auprès des entreprises n'annoncent pour l'instant ni rechute, ni même un tassement très prochain de la croissance.

Le produit intérieur brut du premier trimestre 2010 n'est connu que pour les Etats-Unis. Après le taux de croissance très élevé du quatrième trimestre 2009 (+5,6 % en rythme annualisé), la performance du début 2010 est encore très bonne avec une première estimation du taux de croissance à 3,2 % l'an au premier trimestre. La contribution du commerce extérieur a pourtant été négative (les importations augmentant plus rapidement que les exportations) et l'investissement des

entreprises et des ménages est à peine stabilisé. La croissance s'explique par l'ajustement des stocks, qui contribue pour la moitié au taux de croissance et par un bon niveau de la consommation privée. Les enquêtes les plus récentes, suggèrent la persistance d'une croissance soutenue au début du printemps, mais le rebond américain repose pour l'instant sur des bases fragiles. L'effet des stocks est en passe de disparaître et l'accroissement de consommation n'a été acquis qu'au prix d'une baisse du taux d'épargne.

L'amélioration de la situation économique est nette en Europe aussi, mais le rebond de l'activité est plus hésitant. Les indices des directeurs d'achat se sont fortement redressés au cours des derniers mois dans l'industrie et dans une moindre mesure dans les activités de services. C'est aussi le cas des indices de production industrielle, des nouvelles commandes ou des délais de livraison. Les stocks semblent avoir retrouvé un niveau en ligne avec le niveau d'activité. Les exportations, qui sont entraînées à la hausse par la reprise du commerce mondial, constituent actuellement la composante la plus dynamique de la demande adressée aux producteurs européens. En revanche, la consommation des ménages et l'investissement des entreprises sont proches de la stagnation. Les moteurs de croissance internes à l'Europe sont faibles et ont d'autant moins de chance de se renforcer à court terme que la crise européenne accroît l'incertitude.

Quelques pays (la Belgique, la Suède, la Grèce elle-même) ont connu des déficits publics de 10 % ou plus du PIB dans le passé. Ils ont réussi à ramener ces déficits à moins de 3 % du PIB en quelques années au prix d'efforts très importants.



Dans les pays émergents, c'est plutôt le risque d'une surchauffe entraînée par un excès de croissance qu'il faut craindre. La menace est la plus évidente en Inde. La hausse des prix à la consommation est de 15 % sur un an. L'accélération de l'inflation s'étend à l'ensemble des produits et à la différence de la Chine, l'investissement est resté modéré et les capacités de production sont insuffisantes pour éviter les tensions inflationnistes. La Banque centrale a amorcé un mouvement de hausse des taux de refinancement. La Chine est dans une situation différente en raison de ses surcapacités industrielles. La poussée d'inflation des derniers mois s'est réduite. Le gouvernement chinois a limité directement la distribution de crédit pour freiner la demande finale. Au total, la force du rebond et la diversité des pays émergents les met à court terme à l'abri d'une rechute de l'activité. Nous estimons cependant qu'il faut s'attendre à un net ralentissement de la croissance en 2011 dans l'ensemble des pays de la zone asiatique et du Pacifique.

Perspectives économiques

Nous maintenons comme perspective centrale le scénario d'un tassement de l'activité économique mondiale d'ici la fin 2010, tassement qui se prolongerait en 2011. Nous estimons toujours que le rebond en cours, observé d'abord dans les pays émergents, puis aux Etats-Unis et plus récemment en Europe, est dû principalement à des facteurs temporaires. Avec la fin de ces effets, le taux de croissance économique retombera de un demi-point à un point du PIB. Il ne s'agira pas d'une rechute dans la récession, mais d'une nouvelle période de croissance faible, de l'ordre de 1 % en Europe, de 2 % aux Etats-Unis et de 5 % pour l'agrégat d'ensemble des pays émergents. Nous ne revenons pas ici sur les raisons de privilégier un tel scénario (raisons que nous avons déjà exposées dans nos lettres antérieures) mais sur les chances ou les risques de voir se développer d'autres scénarios qui pourraient surprendre.

Faut-il écarter l'hypothèse d'une franche reprise américaine ? La conjoncture récente donne plusieurs indications favorables avec notamment le retour des créations d'emplois, la remontée des mises en chantier de logements et un léger rebond des prix de l'immobilier. Les entreprises industrielles et commerciales ont plutôt bien protégé leurs profits pendant la crise et ont la capacité de réinvestir. Les freins à la reprise viennent des ménages. Pour l'instant, nous ne privilégions pas le scénario d'une transformation du rebond actuellement en reprise mais sa probabilité ne doit pas être sous-estimée.

De grandes incertitudes portent sur l'Europe. Le rebond est certes amorcé, mais il a été tardif et il est peu vigoureux. C'est dans ce contexte qu'est intervenue la crise grecque qui implique une période de grande rigueur budgétaire et qui révèle au grand jour l'incomplétude des dispositifs de gouvernance de la zone euro. Les Traités ont balisé la zone des déficits acceptables mais ils n'ont pas dit comment agir en cas de déficit inacceptable. Ils ont même posé le principe de non-secours entre Etats. Les pays de la zone euro et le FMI ont finalement accepté de garantir le financement de la Grèce dans la limite de 110 milliards d'euros. Cette somme correspond à peu près à trois ans de

déficit public grec et devrait donc être largement suffisante pour repousser tout nouveau risque, à la condition expresse d'une réduction rapide et effective du déficit. Le problème du déficit actuel tient moins au niveau des dépenses qu'à celui des recettes publiques. Les dépenses représentent environ 50 % du PIB, ce qui est proche de la moyenne de la zone euro. En revanche, les recettes publiques sont très au-dessous du niveau moyen de la zone euro (36 % au lieu 44 %). Nos modèles de projection montrent que le déficit public grec pourrait être ramené à moins de 4 % du PIB en 2014, par exemple en stabilisant durablement les dépenses en valeur et en augmentant les niveaux des recettes de 20 % deux années de suite. Un tel plan de redressement provoquerait certes une forte récession en 2010-2011, mais il permettrait de retrouver une situation soutenable avec un niveau de dette publique plafonnant entre 130 % et 140 % du PIB avant de commencer à diminuer. La Grèce restera donc un sujet de préoccupation tant que le redressement des comptes ne sera pas avéré, ce qui nécessitera deux ou trois ans. L'inquiétude concerne désormais d'autres pays européens à fort déficit. Trois pays de la zone euro et le Royaume-Uni ont un déficit public proche de 10 % du PIB ou au-dessus. Leur niveau de dette est très inférieur à celui de la Grèce et l'exemple grec devrait les inciter à des mesures de redressement crédibles et rapides. Une attention particulière devra être portée dans la période prochaine à la mise en œuvre effective de ces mesures, aucun montage financier ou plan d'aide ne pouvant se substituer au règlement de fond de la question des déficits. La violence de la crise implique des décisions budgétaires crédibles. Elle met aussi en péril les perspectives de croissance en Europe.

Déficit et dette publique des pays les plus déficitaires

(en % du PIB, en 2009)	Déficit	Dette
Irlande	-14,3	64,0
Espagne	-11,2	53,2
Portugal	-9,4	76,8
Royaume-Uni	-11,5	68,1

Scénario de référence 2010-2011

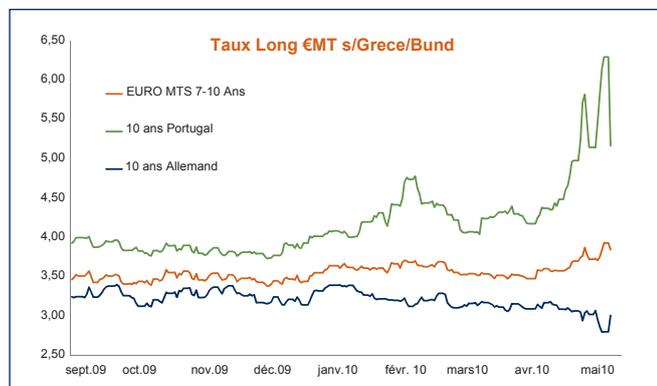
		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,90	2,40
	Zone euro	1,60	1,40
Taux d'inflation*	Etats-Unis	2,00	2,00
	Zone euro	1,30	1,30
Taux d'intérêt centraux**	Fed	1,00	2,00
	BCE	1,00	1,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	4,25	4,50
	OAT	4,00	4,00

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Les bons indicateurs récents résultent de facteurs temporaires. Notre scénario central retient l'hypothèse d'un tassement de la croissance en 2011. L'inflation resterait faible et les taux d'intérêt amorceraient à peine un retour vers la normale.

Décryptage des marchés

Marchés de taux



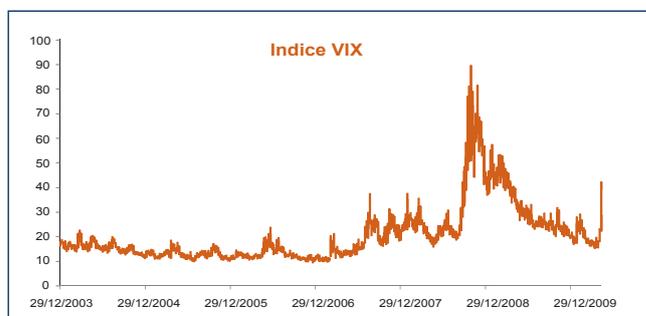
Il est bien difficile au milieu du chaos des dettes gouvernementales européennes, de reposer sereinement les bases de notre stratégie obligataire. D'autant que l'équilibre des fondamentaux est fait de forces contraires. Mais se dessine un axe d'ores et déjà patent à la lumière du graphe ci-dessus : au-delà de l'extraordinaire divergence des taux gouvernementaux observée la semaine dernière puis normalisée post week-end, le taux de l'indice général EuroMTS se tend lentement mais sûrement. Ce phénomène nous semble pérenne, il est naturellement lié au principe de solidarité européenne qui vient d'être affirmé et qui se traduit logiquement par une mutualisation des primes de risque des emprunts d'Etats de la zone. Bien sûr à horizon court terme le mouvement est flouté par les pointes d'aversion au risque qui compriment les rendements des pays « core ». A moyen terme, il sera également modéré par une croissance européenne atone accompagnée de pressions déflationnistes ainsi que par une politique monétaire durablement expansionniste. Mais ne nous y trompons pas, une fois cette crise souveraine stabilisée, la convergence des rendements longs européens au nom de la solidarité se fera, mais pas uniquement par le bas, elle sera aussi à notre sens l'occasion d'un juste rééchelonnement des spreads inter-pays au nom des fondamentaux de chacun, et force est d'admettre qu'ils sont très différents d'un pays à l'autre.

Marchés actions

Le stress sur la dette périphérique a entraîné une correction brutale des marchés actions. La volatilité a retrouvé un niveau voisin de 40%, qui prévalait lors de la précédente crise financière, à l'été 2008, avant son paroxysme au moment du défaut de Lehman. Doit-on pour autant en déduire que les mêmes causes produiront les mêmes effets, et que la crise souveraine est de nature à provoquer une onde de choc aussi grave que celle qui a secoué les bourses de septembre 2008 à mars 2009 ?

Si le risque systémique paraît évacué grâce aux mesures, historiques par leur ampleur, prises conjointement par les gouvernements de la zone euro, la BCE et le FMI, il subsiste des questions cruciales sur l'impact de l'indispensable phase de rigueur qui devra nécessairement accompagner ce sauvetage pour en assurer le succès à terme. Car pour l'instant seule la zone euro a été sous les feux de la rampe, mais cette cure d'austérité n'épargnera ni le Royaume-Uni, ni les Etats-Unis.

Or, un an après le point bas de l'activité, les résultats Q1 des entreprises du S&P500 sont en forte reprise, en hausse de quasiment 50%, avec près de 80% de surprises positives. Les plans de relance mais aussi une action historique sur les coûts expliquent cette excellente performance, et les perspectives de croissance des BPA sont elles aussi rehaussées, avec +35% attendu sur Q2, +25% sur Q3 et +18% en 2011. L'assainissement de la situation budgétaire va peser lourdement sur l'activité au moment même où la croissance des chiffres d'affaires doit prendre le relais de la compression des coûts, et ces projections de bénéfices doivent donc être réexaminées à l'aune des inflexions macro-économiques induites par la crise souveraine. Analyse complexe à laquelle nous nous livrerons dans les jours à venir, avec l'ambition de tracer une voie entre rebond présent et difficultés futures.



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.