

Stratégie d'investissement

Force est de constater qu'en dépit des mesures sans précédent et des décisions historiques prises récemment par l'Europe, la fébrilité reste de mise. Le mois de mai 2010 s'affiche, en termes de performances comme l'un des pires de cette décennie, avec de surcroît une re-corrélation de l'ensemble des classes d'actifs risquées qui rend vain tout espoir d'amorti du choc par la diversification. Les marchés pêchent-ils par excès de pessimisme ou ont-ils de bonnes raisons de douter ?

- La 1^{re} source de turbulences, et sans doute la plus importante, est le **faible niveau de crédibilité politique accordé par les opérateurs au plan de sauvetage de l'Euro**. Et pourtant, 750 Mds au global pourraient être mobilisés pour cette cause, dont 250 Mds de prêts du FMI, 60 Mds de prêts de la Commission Européenne et 440 Mds de garanties accordées par la fameuse FESF (Facilité Européenne de Stabilité Financière) dont la gouvernance est en bonne voie d'achèvement. Opérée du Luxembourg par la BEI, elle agira soit via l'octroi de garanties en direct aux pays en difficulté, soit via l'émission d'Euro-Bonds, avec un engagement solidaire mais limité des pays garants. La mobilisation des garanties nécessitera l'unanimité au sein de l'Eurogroupe... mais pas un second vote parlementaire des Etats membres. Ces précisions nous semblent de nature à apaiser l'angoisse des marchés sur la faisabilité politique du plan, ainsi que les tensions entre Allemagne et France, même si le déclenchement du mécanisme restera discrétionnaire.
- La 2^e source d'anxiété tient aux **dissensions apparues au sein même de la BCE** suite à l'annonce du programme d'achat de dettes gouvernementales. Les passes d'armes entre membres de la banque centrale sont fréquentes, mais dans les faits les rachats s'opèrent à un rythme modéré, 35Mds ont été rachetés en 3 semaines en mai, à un prix fixé par l'unique acheteur ! Nous n'avons aucun doute sur la volonté et la capacité de la BCE à poursuivre cette politique, seuls les niveaux d'intervention sont incertains.
- Le 3^e facteur d'inquiétude est davantage macro-économique.

En pratique les aides de la FESF, du FMI et de la Commission seront conditionnées à des objectifs d'assainissement budgétaire dûment contrôlés. Les Etats ont pris ou vont prendre des mesures fiscales souvent accompagnées de coupes budgétaires pour contenir l'emballement de leur dette publique, l'impact de cette rigueur sur la croissance future est encore mal quantifié, et **le débat fait rage entre partisans de l'austérité et défenseurs de la croissance**. Le G20 a tranché, ce sera la rigueur, mais les pays de la zone ne seront pas égaux face à la réduction des déficits, l'impact croissance sera fonction de leur niveau d'épargne, du poids du secteur public ou du degré d'ouverture de leur économie... Les premières études disponibles estiment à - 0,50% le coût moyen annuel sur la croissance de la zone euro, avec un grand écart entre l'Allemagne à peine impactée, et France ou Espagne ponctionnées de 1 % environ. **Lourd tribut** qui plongera Grèce, Irlande et Espagne en récession durable et condamne à notre sens l'ensemble de la zone à **une activité anémiée pour 3 ans**.

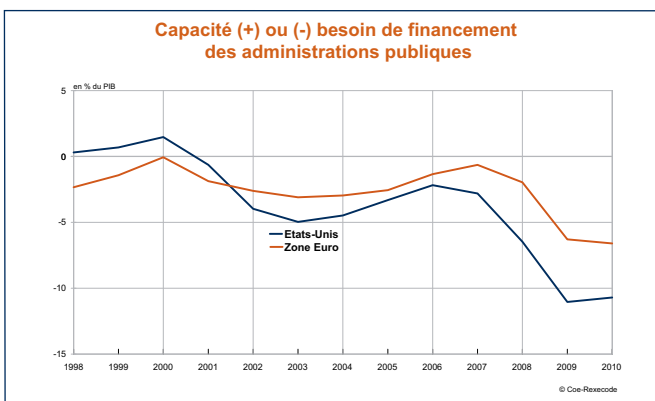
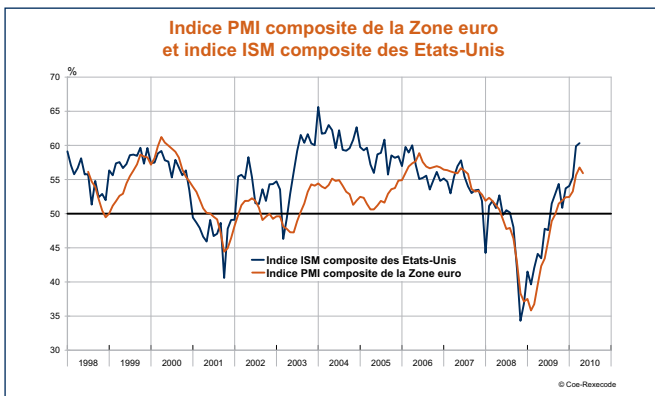
- Enfin, les doutes sur la croissance dépassent largement les frontières européennes, les investisseurs américains ou asiatiques redoutent que les indicateurs avancés n'aient atteint un pic, et que l'atterrissage en douceur post reprise cyclique ne soit perturbé par le vent de la crise souveraine européenne. Le tassement mondial des PMI manufacturiers a ainsi provoqué une consolidation du pétrole, des matières premières et de l'indice du fret maritime. **Nous ne pensons pas, sauf aggravation en crise systémique, que l'Europe puisse provoquer un atterrissage violent des économies américaines et émergentes**, et nous privilégions, à terme, le retour à un scénario de croissance mondiale soutenue... malgré une Europe à la traîne.

Dans cet environnement complexe, où s'affrontent une réalité économique objectivement favorable, des perspectives d'activité peu porteuses en Europe assorties d'un contexte politique durablement troublé, nous privilégions à court terme une prudence tactique accompagnée d'un renforcement de notre diversification internationale.

La déconnexion a rarement été aussi grande entre une économie réelle qui continue de s'améliorer et une économie financière déboissolée. **Les indicateurs de conjoncture publiés dans le courant du mois de mai sont toujours plutôt favorables.** Aux Etats-Unis, la deuxième estimation du PIB pour le premier trimestre confirme un taux de croissance de 3 % au premier trimestre (après 5,6 %) fin 2009. Les commandes de biens durables augmentent et les indices des directeurs d'achat se maintiennent à un niveau élevé. Les perspectives du marché du travail sont nettement meilleures. L'inflation est très faible (l'inflation globale sur trois mois est proche de zéro et le glissement annuel de l'inflation sous-jacente est tombé à moins de 1 % l'an).

Le premier graphique présente les indices des directeurs d'achat des Etats-Unis et de la zone euro. Les cycles sont relativement synchrones avec des mouvements de plus grande ampleur et des retournements un peu en avance aux Etats-Unis. On notera que l'indice de la zone euro s'est sensiblement redressé.

Le deuxième graphique montre que le déficit des administrations publiques est plus élevé aux Etats-Unis que dans la zone euro.



Le désendettement des agents privés (entreprises et ménages) est amorcé et l'investissement productif comme l'investissement en logement ont donné des premiers signes de rebond. Nous avons perçu dans notre dernière Lettre une menace sur la consommation privée qui avait été bonne en février et mars grâce à une baisse du taux d'épargne. Une correction a effectivement eu lieu en avril avec une remontée du taux d'épargne à son niveau de la fin 2009-début 2010, niveau encore plutôt bas, qui a entraîné une stagnation de la consommation.

Dans la zone euro, la situation est beaucoup moins satisfaisante. Les ventes au détail sont toujours médiocres et si la production industrielle a jusqu'ici poursuivi son rebond, les perspectives de l'industrie européenne restaient brouillées avant même l'agitation financière récente. Aucun redressement de l'investissement productif n'est perceptible. On observe en outre un net ralentissement de la hausse des taux de salaires et une inflation globale faible de l'ordre de 1 %. **L'économie européenne est loin de son potentiel.** Les surcapacités de capital et le chômage pèsent sur les prix et les salaires et n'incitent pas à une reprise de la demande. En revanche, la baisse de l'euro dans un environnement de reprise du commerce mondial entraîne les exportations européennes à la hausse. Celles-ci constituent le principal facteur de la croissance des pays de la zone euro. On notera aussi que l'indice PMI composite de la zone euro (industrie et service) suggère une poursuite du rebond d'activité.

Dans les pays émergents, les marchés financiers ont été légèrement contaminés par la crise européenne mais la croissance reste forte. **Un point à noter est la forte diminution de l'excédent chinois.** Une partie de cette réduction tient aux effets de la hausse des prix des produits de base en 2009 (actuellement interrompue), l'autre partie à la reprise rapide des importations sous l'effet de la relance de la demande intérieure. Il est difficile de dire aujourd'hui si la réduction du déséquilibre des échanges extérieurs est transitoire ou plus structurelle. Le plus probable est que la demande finale ralentira en Chine avec la fin du mouvement de restockage et des investissements massifs réalisés pour soutenir la croissance. **En résumé, le rebond de l'économie mondiale n'est pas terminé mais son rythme se modèrera probablement au cours des prochains mois. L'inflation restera faible dans les pays développés.**

Perspectives économiques

Les mouvements récents (hausse de la volatilité, baisse des cours des actions, tensions sur le crédit interbancaire) rappellent ceux de 2007-2008, en bien moins accentués. A certains égards, ils constituent une modeste réplique du stress financier de l'époque. Le stress financier avait porté en 2007-2008 sur les crédits immobiliers et sur les banques, dans un environnement économique qui avait déjà commencé à se détériorer. Les Etats ont alors rapidement jugulé la menace au prix d'une explosion des déficits publics. La crainte des détenteurs de capitaux s'est donc déplacée des créances sur l'immobilier vers les créances sur certains Etats. Il serait cependant excessif de reproduire le scénario précédent et d'en déduire qu'une menace de nouvelle récession économique se profile.

La situation économique mondiale actuelle est en effet entièrement différente de celle de 2008. Alors que les économies développées étaient à l'époque à la fin d'un cycle de croissance forte, elles sont actuellement plutôt au début d'un nouveau cycle d'expansion. Les ajustements, de stocks notamment, sont largement terminés. En outre, le récent choc financier observé au mois de mai est bien moindre que celui de 2008. Pour ces raisons, il nous semble que **le scénario le plus vraisemblable est un scénario de croissance maintenue, à un niveau sans doute un peu plus bas que dans nos prévisions antérieures mais sans plus.** Nous ne privilégions pas l'hypothèse d'une véritable rechute économique, même en Europe où la crise sur la dette publique est apparue. La défiance n'a concerné que des régions périphériques et le taux moyen de la dette publique de la zone euro a diminué. Il faut aussi rappeler que le déficit

public global de la zone euro (en % du PIB) est inférieur à celui des Etats-Unis, du Royaume-Uni ou du Japon et que des mesures de réduction sont en cours.

La question de la sortie des politiques de crise ne se pose pas que pour l'Europe. Aux Etats-Unis, le déficit fédéral s'est déjà réduit en quelques mois avec la fin des allègements fiscaux et le rebond de la croissance. Selon nos calculs, en retenant un taux de croissance de l'ordre de 3,5 % en 2010 puis 2 à 2,5 % dans les années suivantes, et une politique de réduction modérée du déficit discrétionnaire des administrations, le besoin de financement global des administrations peut revenir à 3 ou 4 % du PIB d'ici 2015. Pour la politique monétaire, la Fed remontera probablement son objectif de taux lorsque le chômage aura sensiblement baissé. Un délai d'encore six mois paraît pour cela nécessaire. Les taux longs retrouveront alors un niveau de l'ordre de 4 %. Le taux de change du dollar sera soutenu par cette perspective. L'euro pourrait baisser jusqu'à 1,15 dollar et la **baisse de l'euro contribuera au soutien de la croissance européenne.**

En conclusion, nous retenons comme perspective centrale un taux de croissance de 2,9 % en 2010 et de 2,1 % en 2011 pour les Etats-Unis, et de 1,2 % en 2010 et 1,0 % en 2011 pour la zone euro. Ces chiffres sont loin de chiffres de reprise et ne laissent pas augurer un accroissement significatif des profits. Ils ne justifient pas pour autant une révision drastique des anticipations. Cependant, si les politiques mises en œuvre dans la zone euro devraient calmer les marchés, la question de fond de la régulation budgétaire de la zone reste pendante.

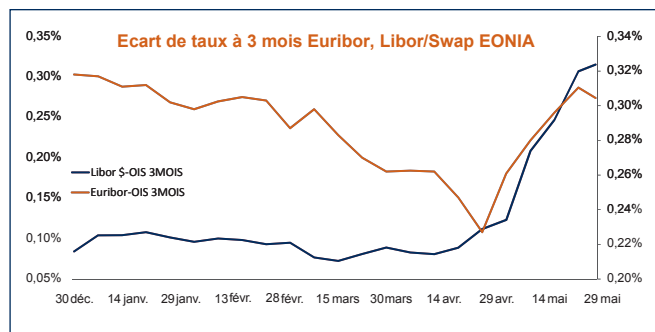
Scénario de référence 2010-2011		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,9	2,1
	Zone euro	1,2	1,0
Taux d'inflation*	Etats-Unis	2,0	2,0
	Zone euro	1,3	1,3
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,50	1,00
	BCE	1,00	1,00
Taux à 10 ans**	T-notes US	4,00	4,50
	OAT	4,00	4,00

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.

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Décryptage des marchés

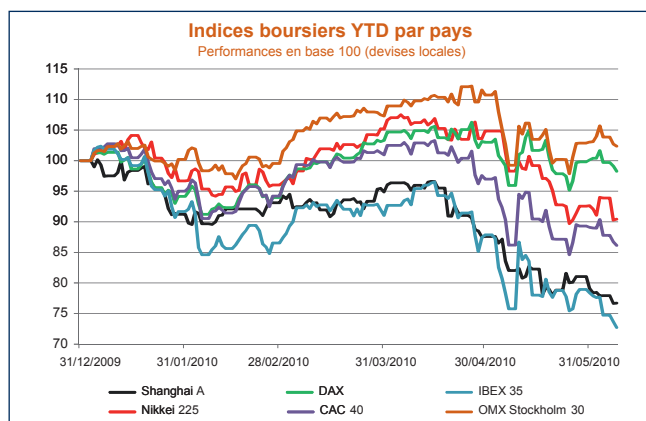
Marchés de taux



Sur le mois de mai, les marchés interbancaires européens et américains ont montré **des signes de tension** sous l'effet de la diffusion de la crise des Etats européens à leur **système bancaire**. La BCE y a d'ailleurs contribué en faisant état de 195 Mds € de pertes latentes potentielles sur les seules banques européennes. Après une période de normalisation progressive, les écarts de taux entre les fixings Euribor et Eurodollar et les prix des swaps de même maturité se sont élargis en mai, comme le montre le graphe ci-dessus. En zone euro l'approche du terme de l'opération de refinancement à 1 an de la BCE (de 442 Mds € à fin juin 2010) a ajouté à la nervosité ambiante, et dans un **climat de défiance**, les banques ont tendance à préférer déposer leurs liquidités auprès de la BCE à un piètre rendement de 0,25 %, plutôt que de se prêter entre elles. Les dépôts des institutions financières européennes auprès de la BCE ont atteint ainsi un pic de 316,16 Mds € sur le mois de mai et continuent à grossir début juin, contribuant à la faiblesse de l'EONIA. Parallèlement, les banques ont dû augmenter sur leurs émissions les marges offertes contre EONIA afin de séduire les investisseurs. Ces tensions restent cependant modérées comparativement à celles qui prévalaient lors de la crise fin 2008. Les besoins de liquidité du système bancaire sont, en effet, sans commune mesure avec ceux de l'automne 2008 et l'accès au refinancement et à la liquidité via les banques centrales est dorénavant très aisé. Il n'en demeure pas moins que ce signal de stress bancaire est à surveiller attentivement.

Marchés actions

Exprimées en devises locales au 8 juin, les performances boursières YTD telles qu'illustrées ci-dessous sont extrêmement hétéroclites. Car si le mois de mai ne creuse pas les écarts avec des bourses en **repli très homogène de 8 %** environ, de l'Asie émergente en passant par les Etats-Unis et l'Europe, l'affichage 2010 n'en reste pas moins très discriminant ! C'est encore plus net pour un investisseur en euro positionné sur la bourse américaine qui réalise une performance de +12 % environ, ramenée à +10 % s'il a choisi le Japon, alors qu'un choix européen en euro lui vaut une contre-performance de -15 % ! A l'intérieur de l'Europe ce sont les pays hors zone euro qu'il fallait privilégier avec des bourses suisse et suédoise converties en euro largement positives, alors qu'une allocation espagnole lui coûte -28 % sur 5 mois. Ce panorama des extrêmes illustre bien à quel point, depuis le début de l'année, les thématiques déficit budgétaire, dette publique, balance des paiements, épargne domestique, solidité du système bancaire... ont conditionné l'évolution des indices, à juste titre parfois mais aussi avec **une certaine irrationalité**. Quand les bourses auront trouvé une zone de stabilisation, ce qu'elles peinent à faire, il faudra reprendre les fondamentaux de chacune de ces zones, s'intéresser aux valorisations et aux spécificités sectorielles pour faire le tri des ajustements légitimes et des excès commis. Il nous semble que **l'Europe paie un lourd tribut** dans cette phase, avec un ajustement des PE qui **augure d'une nette révision des prévisions bénéficiaires pour 2011**, à confirmer car à ce stade les attentes du consensus restent élevées.



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.