

Stratégie d'investissement

Certains étés s'annoncent plus rudes que d'autres... Nous avons tous en mémoire des trêves estivales plus qu'agitées, avec la crise asiatique en 1997, la crise russe en 1998 suivie de l'affaire LTCM, le choc de septembre 2001, l'explosion de la bulle immobilière US et des "subprimes" qui déclencha en 2007 un véritable chaos monétaire, sans parler de l'été 2008 enclavé entre les faillites de Bear Stearns et Lehman... litanie non exhaustive de peurs estivales souvent catalyseurs de grands virages pour les marchés. Quelles sont donc les grandes peurs 2010, et quelle posture adopter en termes d'investissement, afin de tenter de pouvoir prendre le plus sereinement possible, un repos bien mérité ?

- Tout d'abord, la tension sur les dettes gouvernementales européennes ne s'apaise pas, les rendements se stabilisent simplement sur des points hauts en dépit des mesures historiques annoncées. Le manque de visibilité sur la capacité des gouvernements à piloter retour à la croissance et normalisation des politiques budgétaires ne peut qu'entretenir durablement la nervosité des marchés. Il serait d'ailleurs étonnant que cette thématique reste cantonnée à la seule zone Euro... L'été sera l'occasion de quelques tests édifiants, l'Espagne doit par exemple refinancer en juillet près de 20 Mds€ et le niveau de rendement exigé par les investisseurs éclairera sur la confiance des marchés en son aptitude à la rigueur.
- En corollaire de cette 1^{re} source d'inquiétude, se confirme un stress bancaire accru, alimenté par la nervosité du marché interbancaire à l'approche de l'échéance majeure du LTRO 1 an et par la perspective de publication des stress tests en juillet. La 1^{re} étape fin juin s'est déroulée sans encombre, l'interprétation des stress tests restera un facteur de volatilité spécifique.
- Autre élément important de ce mois de juin : le déplacement de la concentration des inquiétudes macro-économiques, de la zone Euro vers les Etats-Unis et l'Asie, qui s'illustre en particulier par un net redressement du \$ (près de 6 % de rebond contre € en 1 mois). Le ralentissement chinois, provoqué à

dessein par les autorités, et matérialisé par le repli des indicateurs avancés PMI, nous semble en ligne avec les efforts déployés par Pékin pour freiner l'expansion immobilière et contenir le volume du crédit, l'inflexion de la dynamique de reprise asiatique est donc bel et bien en cours et c'est plutôt rassurant. Coté US, peu de surprise, un ralentissement se dessine pour le 2^e semestre et nous l'attendons. Mais la conjugaison de perspectives de croissance atones en zone Euro et d'un infléchissement du momentum d'activité des zones les plus dynamiques, n'est pas de nature à rassurer les bourses, comme nous l'évoquons en dernière page.

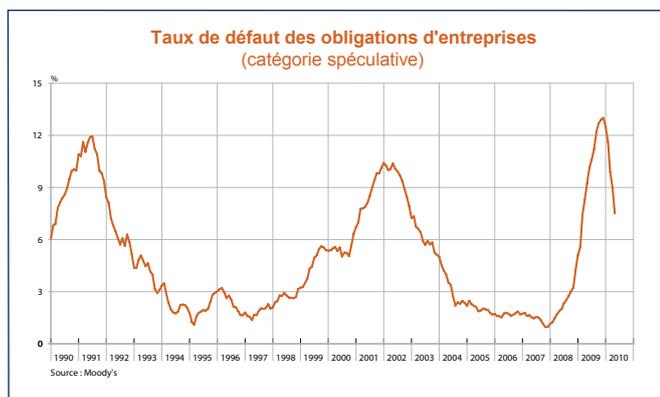
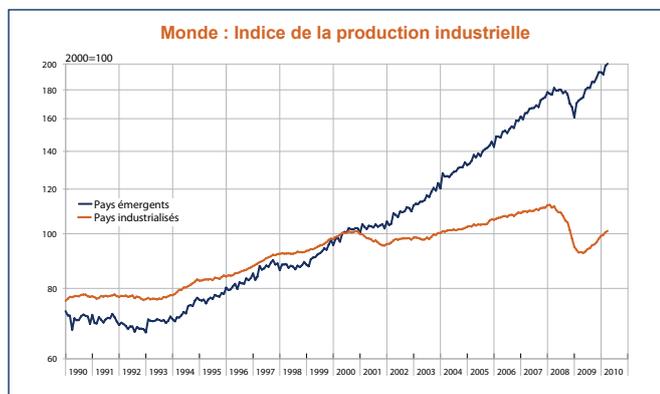
L'énumération non exhaustive de ces foyers de risque, tout comme le comportement récent des marchés, montrent bien à quel point ils sont susceptibles de rester partagés cet été entre frayeur et soulagement, de façon assez binaire et avec une grande nervosité. L'heure nous semble donc toujours à la prudence en termes d'allocation d'une part, et à la préférence pour les classes d'actifs les plus lisibles d'autre part. Les actions en font partie, mais avec modération et une forte diversification internationale. L'ajustement opéré sur les valorisations est encore limité au regard de la dégradation des conditions économiques et il convient de conserver des munitions pour renforcer avec sélectivité sur trou d'air. Dans le contexte délétère actuel, le risque "entreprise" est sans doute l'un de ceux qui offrent la meilleure visibilité, y compris sur la dette, ce qui contribue à notre confiance, certes sélective, sur le crédit à court et moyen terme. Sur les dettes gouvernementales nous restons à l'écart des pays périphériques de la zone Euro, à l'exception de l'Italie et de titres grecs très courts, lorsque nos mandats nous y autorisent. Nos positions obligataires sur le cœur de l'Europe sont concentrées sur des dettes longues et jouent l'aplatissement des courbes. Notre appétit pour la dette émergente reste intact.

Bon été à tous !

La conjoncture économique mondiale reste dynamique et on peut s'attendre à un taux de croissance du PIB mondial encore élevé au deuxième trimestre. Quelques signes de tassement du rythme d'expansion apparaissent cependant. Ces signes ne doivent rien aux politiques budgétaires plus restrictives qui s'annoncent, mais **la forte secousse des marchés financiers des dernières semaines, largement due à la prise de conscience du problème posé par les déficits, suscite des réflexes de prudence qui renforcent la menace de ralentissement.** La baisse de l'euro traduit la méfiance des investisseurs mondiaux à l'égard d'une zone économique qui est certes le premier marché du monde mais dont ils ne comprennent pas le fonctionnement. Elle entraîne aussi un début de normalisation des prix

Le graphique du haut montre l'évolution des indices de production industrielle des pays développés et des pays émergents depuis vingt ans. On constate une corrélation entre les mouvements conjoncturels mais aussi un écartement des tendances depuis dix ans. Un rapprochement des tendances devra intervenir mais on ignore dans quels délais.

Le graphique du bas donne l'évolution du taux de défaut sur les obligations d'entreprises de la catégorie spéculative pour l'ensemble du monde (source Moody's). Le taux de défaut est clairement corrélé au cycle économique. Il est actuellement en rapide décroissance.



relatifs dans le monde et soutiendra les exportations et la croissance européenne. La brusque correction boursière résulte d'un réflexe de peur devant la menace de défaut d'un Etat européen, et aussi d'un recadrage vers le bas des anticipations d'activité. Ce recadrage des anticipations vers le bas est sans doute légitime. La peur d'un défaut est en revanche probablement excessive, mais la crise financière de 2008 est encore dans toutes les têtes et la secousse récente ressemble à une petite réplique de la crise antérieure : réveil brutal de la volatilité, baisse des cours de bourse, tensions sur le marché interbancaire, accès aux marchés financiers plus difficile. Nous estimons que le contexte actuel est très différent de celui de 2008. L'économie mondiale est en début et non en fin de cycle d'expansion. Les taux de défaut des obligations des entreprises baissent rapidement. Les taux d'intérêt sont très bas sur toutes les échéances et les banques centrales ont mis en place tous les soutiens possibles.

Sur le plan factuel, **aux Etats-Unis comme en Europe, les enquêtes auprès des directeurs d'achat plafonnent, les ventes au détail ont légèrement rechuté, la construction ne redémarre pas**, les indices de confiance des ménages restent bas, l'inflation sous-jacente baisse et elle est désormais inférieure à 1 % l'an. On observera aussi certaines **divergences conjoncturelles entre la France et l'Allemagne**. Ainsi par exemple en Allemagne, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière est-il remonté de 70 à 80 % alors qu'en France, il n'est remonté que de 71 à 75 %. En Allemagne, l'indice de confiance des ménages augmente depuis le début 2010 alors qu'en France il baisse sensiblement. Au-delà des politiques budgétaires, ces divergences peuvent contribuer à expliquer l'augmentation de l'écart des taux sur la dette publique.

On notera aussi depuis peu en Chine un recul des nouvelles commandes industrielles, des importations de pétrole, des ventes de voitures individuelles et au plan mondial la très forte baisse du taux de fret maritime. Ces signes ne remettent pas en cause pour l'instant le principe du rebond en cours mais ils tendent à valider notre scénario de ralentissement économique au second semestre 2010. Ils laissent en outre ouverte **la possibilité de nouvelles secousses financières au cours des prochaines semaines.**

Perspectives économiques

Si la conjoncture à court terme est toujours dominée par les forces du rebond, les perspectives de croissance pour la fin 2010 et pour 2011 resteront bridées par la prudence des ménages et des entreprises. Nous estimons que **dans les pays développés, ni la consommation, ni l'investissement ne peuvent devenir avant longtemps des moteurs de croissance.** Quant aux pays émergents, même si la dynamique interne restera plus vigoureuse, elle subira les effets de la fin des plans de relance et du tassement des importations des pays développés. Contrairement à d'autres observateurs, nous n'attendons pas de façon générale en 2011 un taux de croissance du PIB (moyen annuel) supérieur à celui de 2010. Notre scénario central est inchangé par rapport au mois précédent avec un taux de croissance du PIB de 1,2 % en 2010 et de 1,0 % en 2011 pour la zone euro, et de 2,9 % en 2010 et de 2,1 % en 2011 pour les Etats-Unis.

Ce scénario central étant rappelé, il faut souligner que **l'économie mondiale est loin d'avoir retrouvé un régime stable.** Les anticipations peuvent à tout moment partir dans des directions inattendues et marquer des inflexions brutales qui ne manqueraient pas d'influencer les tendances de l'économie réelle.

Trois forces en partie autonomes en partie interdépendantes gouverneront la dynamique des prochains trimestres : les tendances de la conjoncture réelle, les mouvements de marchés et les politiques économiques. **La conjoncture réelle est bonne** et le rebond d'activité n'est pas terminé même si quelques signes de tassement sont aujourd'hui perceptibles. L'économie mondiale est engagée dans un mécanisme de re-

tour de la croissance en trois temps : rebond, convalescence, reprise. Nous approchons actuellement de la fin du rebond pour entrer dans la période de convalescence qui se traduira par une croissance positive mais durablement molle.

Les comportements des marchés et les politiques économiques concentrent la plupart des menaces qui pèsent sur les prochains trimestres. **La question des politiques de sortie de crise est aujourd'hui au centre des problématiques macroéconomiques.** En apportant en effet des garanties quasi-illimitées au secteur financier, les Etats et les autorités monétaires ont endigué il y a dix-huit mois un risque potentiel d'effondrements en chaîne. La contrepartie était d'avoir ensuite à restreindre la liquidité ou bien de laisser se développer des anticipations inflationnistes. En acceptant ou en provoquant en outre des déficits publics insoutenables, les Etats ont sans doute amorti la contraction de la demande finale. La contrepartie était le risque, on pourrait dire la quasi-certitude, de se voir imposer ensuite une démarche inverse. C'est en Europe que le problème a éclaté au grand jour parce qu'il entraînait en contradiction avec les règles posées par la monnaie unique. La question se pose aussi en dehors de la zone euro, au Royaume-Uni (comme on l'a vu récemment) aux Etats-Unis, au Japon (où la dette publique est égale à deux fois le PIB et continue de gonfler) et même en Chine où le déficit public est disséminé et masqué au niveau des échelons locaux. Nous estimons qu'au delà d'une période d'ajustement, **les politiques de réduction des déficits ramèneront l'économie sur une trajectoire soutenable et seront en définitive favorable à la croissance.**

Scénario de référence 2010-2011

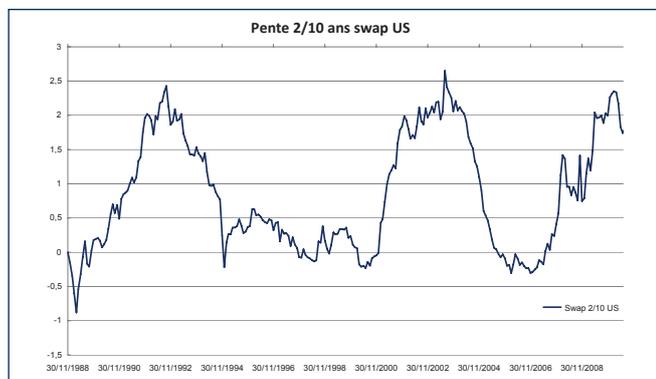
		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,9	2,1
	Zone euro	1,2	1,0
Taux d'inflation*	Etats-Unis	2,0	2,0
	Zone euro	1,3	1,3
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,50	1,00
	BCE	1,00	1,00
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,50	3,50
	OAT	3,50	3,50

Les signes de ralentissement conjoncturel conforte notre scénario de tassement progressif de la croissance fin 2010 et en 2011. Nous écartons le risque d'inflation et maintenons la perspective de taux d'intérêt durablement bas.

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Décryptage des marchés

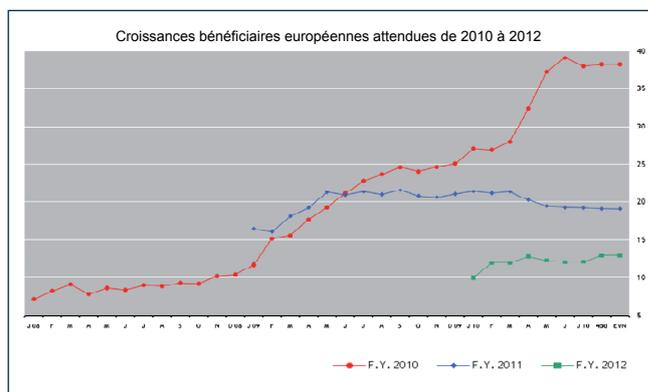
Marchés de taux



L'agenda des marchés en juin a mis sur le devant de la scène quelques thèmes récurrents d'inquiétudes : la gestion du retrait de la liquidité avec la tombée des 442 mds d'euros de LTRO au 1^{er} juillet, les stress tests des banques publiables en juillet prochain, l'accès au marché obligataire d'Etats peu vertueusement gérés, et un contexte macro-économique mondial en phase d'atterrissage post-rebond. La bonne nouvelle provient des banquiers centraux, qui, pour la plupart d'entre eux, reconduisent avec une bonne visibilité, une politique monétaire de taux bas durables. L'aversion au risque comprime, dans ce contexte, les rendements des emprunts d'état US et Allemands, valeurs refuges certes discutables mais peu contestées à ce stade, et de surcroît soutenues par des flux très positifs en juillet (tombées et coupons supérieurs aux adjudications). A des paris de sensibilité très marqués, nous préférons des positions et stratégies jouant l'aplatissement des courbes de taux entre le 2 ans et 10 ans, de part et d'autre de l'Atlantique (positions en cash 10 ans France et Allemagne couvertes par du 2 ans en futur Allemand par exemple) ou par des positions d'arbitrages transatlantiques jouant la réduction de l'écart de rendement à 10 ans US/Allemagne via les futurs de taux. Ces stratégies conservent du potentiel dans la perspective d'un 2^e semestre toujours très terne en Europe mais surtout en nette décélération aux Etats-Unis. Le marché des swaps qui n'est pas affecté par la liquidité, illustre clairement ce potentiel, comme le montre le graphique ci-dessus.

Marchés actions

La saison des résultats au titre du deuxième trimestre va commencer, Alcoa ouvrant comme à l'accoutumée le bal le 12 juillet prochain. A cette occasion, le marché se détournera temporairement de l'environnement macro économique pour se concentrer sur les résultats. S'il ne fait pas grand doute qu'ils vont être conformes aux attentes au regard de conditions économiques bien connues pour le deuxième trimestre, l'avenir est plus incertain. En effet, les coupes dans les dépenses gouvernementales et la détérioration des conditions financières vont se superposer au déclin du rebond économique, et une vague de dégradation des estimations devrait émerger alors que le solde des révisions positives et négatives a atteint des niveaux historiquement élevés. Les prévisions de bénéfices (près de 20 % attendus en Europe pour 2011) apparaissent de moins en moins crédibles au fur et à mesure que l'année 2010 s'écoule et que les moteurs de croissance 2011 ralentissent. Les discours des chefs d'entreprise et leurs indications sur carnets de commande, CAPEX et profitabilité seront ainsi primordiaux. Les analystes devraient à notre sens réduire leurs estimations dès le 2^e semestre, ou plus probablement en 2011. Face à ce risque, le critère de valorisation perd temporairement de son acuité, les marchés seront focalisés sur le momentum des résultats par activité, notamment pour les secteurs dont les croissances bénéficiaires espérées en 2011 et au-delà sont dangereusement offensives (banques, métaux et mines, matériaux de construction, auto). Ils seront à notre avis les plus sensibles pour les mois à venir et potentiellement contributeurs de volatilité.



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.