

## Stratégie d'investissement

Avec le recul que donne une pause estivale, le paysage d'ensemble de cet été 2010 fait ressortir une évolution macro-économique mondiale assez conforme à nos anticipations et un flux de nouvelles micro-économiques meilleur qu'attendu. Et pourtant force est de constater que la lecture que font les marchés de ces informations est loin d'être cohérente, que dominent un sentiment d'inquiétude et une aversion persistante au risque, et que notre visibilité d'investisseur et de gestionnaire s'est au final peu améliorée.

- Aux Etats-Unis, la croissance du 2<sup>e</sup> trimestre est en ligne avec notre scénario d'un tassement de l'activité qui va se poursuivre au second semestre. Nous sommes agréablement surpris par la contribution de l'investissement, alors que consommation des ménages et évolution de l'emploi restent facteurs de préoccupation.
- En Europe, l'Allemagne affiche une forme insolente avec une progression trimestrielle du PIB sur Q2 (+ 2,2 %) qui se compare à celle... des pays d'Asie ! Et non contente de rester très compétitive à l'exportation, elle s'offre un réveil de la demande interne et de la confiance des ménages... inédit ! Elle creuse ainsi un écart inquiétant avec ses partenaires européens, qui contribue encore à alimenter la volatilité sur les dettes périphériques. La bonne surprise allemande devient ainsi, paradoxalement, facteur de risque.
- La Chine est en passe de réussir son atterrissage en douceur, la politique menée depuis début 2010 par les autorités chinoises porte déjà ses fruits et le rythme de croissance s'assagit pour revenir en tendance vers 7 %, le tout en bon ordre pour l'instant. C'est à notre sens rassurant même si le brutal rebond de ses excédents commerciaux augure de tensions à venir sur le change avec ses partenaires.

Si, comme nous le développons plus loin, ce panorama macro-économique ne nous paraît pas alarmant, il s'accompagne de doutes sur la dynamique américaine et de craintes sur les effets corollaires du ralentissement chinois sur l'Asie et le commerce mondial. La communication des grands banquiers

centraux n'a fait qu'accentuer le trouble : la FED a lancé le bal en soulignant la dégradation des perspectives américaines et en projetant des achats de dettes d'Etat pour maintenir son bilan, à politique monétaire inchangée. La BCE pour sa part se contente d'une prudente satisfaction face à la croissance du 2<sup>e</sup> trimestre et révisé ses projections 2011.

- Enfin, du côté des entreprises, l'été s'avère de très bonne facture, nous analysons en page 4, la qualité indéniable des résultats aux Etats-Unis sur le 2<sup>e</sup> trimestre et l'Europe ne démerite pas. Mais les "guidances" affichées par les chefs d'entreprise sont conservatrices et les investisseurs croient bien davantage aux effets positifs mais passés de la reconstitution des stocks et de la baisse des coûts, qu'à une croissance pérenne des CA en 2011.

Lecture peu enthousiaste, là encore, qui traduit la défiance des investisseurs face à un modèle de sortie de crise qui génère des profits "corporate" colossaux, face à des ménages appauvris par la dégradation de l'emploi et la pression sur les salaires, et face à des déficits publics abyssaux !

L'évolution des principales classes d'actifs au cours de l'été, traduit largement cette perplexité. Si les taux gouvernementaux ont choisi leur camp, celui d'une dure rechute des économies assortie d'un risque de déflation, les bourses dans leur ensemble consolident modérément, les marchés de dettes privées tirent remarquablement leur épingle du jeu, et les devises rentrent à nouveau dans une phase de turbulences qui témoigne de notre entrée dans une période de compétition internationale accrue par le tassement de la croissance mondiale.

Ces éléments nous ont pour l'instant plutôt confortés dans nos choix d'investissement, même si nous n'avons pas pleinement joué ce rallye obligatoire estival, au demeurant historique. Nos allocations en actions restent modérées, la pondération des émergents s'avère payante cet été et nous guettons un point d'entrée pour renforcer progressivement notre prise de risque sur les portefeuilles. Dans cet objectif, c'est toujours sur les entreprises - actions ou crédit - ainsi que sur la dette gouvernementale émergente, que la visibilité nous semble la meilleure, modulo sélectivité.

La période estivale s'est passée sans heurt majeur sur les marchés de capitaux. Ceux-ci ont néanmoins connu d'amples mouvements qui traduisent une double inquiétude, d'une part sur les perspectives de croissance mondiale, d'autre part de façon plus spécifique à la zone euro, sur la situation des pays périphériques. L'ambiance conjoncturelle plutôt optimiste du début de l'été a fait place au retour de l'inquiétude sur la solidité de l'amélioration économique.

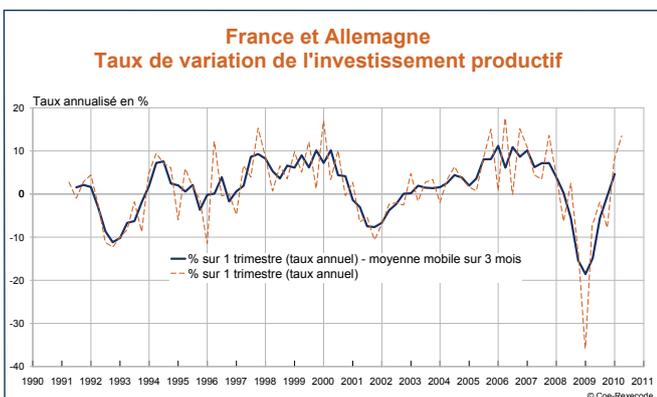
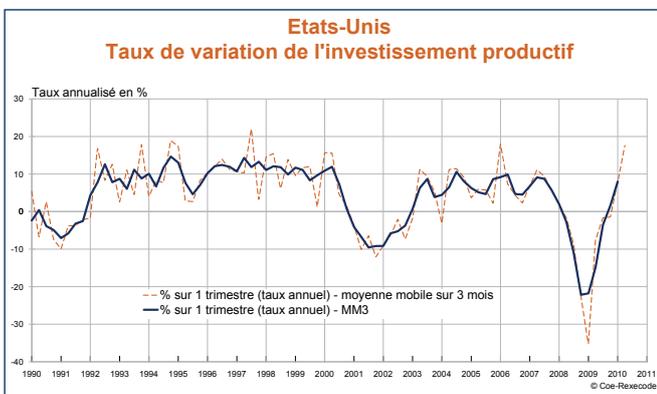
**C'est aux Etats-Unis que la déception est la plus nette, au point que certains évoquent le risque d'une rechute de l'activité.** Il est vrai que les indicateurs de conjoncture sont moins bien orientés qu'il y a deux mois. Ils ne traduisent pas pour autant un arrêt de la croissance économique. L'indice de la production industrielle poursuit sur sa lancée antérieure et si les indices ISM sur le climat des affaires

ont amorcé un léger reflux tant dans les services que dans l'industrie, leurs niveaux toujours proches des niveaux élevés du passé ne traduisent qu'un petit ralentissement. Le taux de chômage amorce une baisse. Le ralentissement de l'activité a toutes chances de se prolonger, voire de s'accroître au cours des prochains mois, les composantes de la demande finale notamment la consommation et les achats de logement paraissant peu susceptibles de manifester un grand dynamisme. On notera que **la résorption des déséquilibres se poursuit**, la remontée significative du taux d'épargne des ménages américains permettant une reconstitution progressive du potentiel de consommation. Mais l'endettement reste élevé et **les déficits publics, fédéraux et locaux, sont préoccupants.**

Les graphiques montrent le taux de variation trimestriel de l'investissement productif aux Etats-Unis et dans la zone euro. Après le fort recul de l'investissement en 2008 et en 2009, un rebond de l'investissement productif s'est amorcé des deux côtés de l'Atlantique. Ce rebond, ne compense pas pour l'instant le recul antérieur.

**La conjoncture européenne suit un mouvement comparable à celui des Etats-Unis avec un décalage de l'ordre de quelques mois.** Le rebond européen a été inégal mais finalement assez marqué avec un taux de croissance global de la zone euro de près de 4 % en rythme annuel au deuxième trimestre, taux qui doit beaucoup au redressement spectaculaire de l'Allemagne (le taux de croissance du PIB a atteint 9 % l'an en Allemagne au deuxième trimestre et les exportations allemandes ont à peu près retrouvé leur niveau d'avant la crise). **Les enquêtes de conjoncture les plus récentes n'annoncent pas de renversement mais seulement un tassement du rythme de la croissance européenne.**

Les pays émergents restent en croissance soutenue avec une vigueur qui s'est atténuée en Amérique latine et en Asie, notamment en Chine. Le gouvernement chinois est très attentif au risque de conjonction entre un ralentissement (inévitable) de l'investissement et un moindre dynamisme (très probable) de la demande mondiale. **Au total, la croissance économique mondiale n'est pas menacée à court terme, mais il est clair que le rebond d'activité qui a suivi la récession est en passe de se terminer. L'économie mondiale continuera de progresser au deuxième semestre 2010, à un rythme plus modéré qu'au premier semestre.** Cette perspective écarte tout risque inflationniste et une baisse du prix du pétrole peut même être envisagée.



# Perspectives économiques

Le "consensus" des macroéconomistes a évolué au cours de l'été. Entre juin et août, la moyenne des prévisions de croissance des principaux instituts de conjoncture mondiaux a été légèrement modifiée. Au niveau mondial, la prévision de croissance a été relevée de 0,2 point de PIB pour 2010, abaissée de 0,1 point pour 2011. La prévision concernant les Etats-Unis a été abaissée pour les deux années 2010 et 2011. La prévision pour la zone euro a été légèrement relevée pour 2010, inchangée pour 2011. Ces révisions rapprochent le consensus de notre scénario de référence, mais encore insuffisamment à nos yeux. **Elles confirment en tout cas notre diagnostic déjà ancien qu'après quelques trimestres de rebond, une deuxième étape se dessine à partir de la mi-2010.** Les Etats-Unis, le Japon, puis l'Europe entament une période de convalescence qui risque d'être un peu longue. Les pays émergents ont une logique plus autonome mais ils ne resteront pas à l'écart de ce ralentissement général qui pourrait s'étaler jusqu'au milieu ou la fin de l'année prochaine. Il n'y a pas lieu d'être surpris d'une inflexion de tendance du rythme de la croissance après un net redressement de l'activité. Cependant, compte-tenu de l'ampleur de la récession on aurait pu espérer un rebond plus durable.

Faut-il pour autant craindre une vraie rechute de l'économie mondiale, c'est-à-dire une nouvelle récession à l'image du "double dip" américain du début des années quatre-vingt ? **L'hypothèse d'une vraie rechute nous paraît très peu probable.** Les conditions sont en effet loin d'être réunies. A la différence du début des années quatre-vingt la politique monétaire reste très accommodante. En outre les excédents de stocks ont été déjà largement résorbés tant dans le commerce que dans l'industrie, les taux d'intérêt sont très bas et dans l'en-

semble les entreprises sont à l'abri d'une rupture de trésorerie. **On observe même au contraire un début de redémarrage de l'investissement productif aux Etats-Unis et en Europe** (voir graphiques de la page de gauche). Les premiers signes de reprise des fusions et acquisitions confirment cette orientation meilleure. Il nous semble prématuré de tabler sur une reprise durable de l'investissement et le redémarrage du début 2010 restera sans suite immédiate. **L'évolution récente suggère tout de même que les entreprises ont absorbé le choc de la récession et sont prêtes à réinvestir dès lors que les conditions économiques le leur permettront.** L'investissement devrait jouer un rôle important dans le cycle économique qui s'amorce. Mais il faut pour cela que les contraintes qui pèsent sur la demande finale, notamment sur les dépenses des ménages, se desserrent. Cela prendra plusieurs trimestres. La mauvaise tenue du secteur du logement aux Etats-Unis et la remontée du taux d'épargne montrent que les ménages continuent à privilégier le désendettement.

**Dans ce contexte de croissance molle et de reprise encore lointaine, la probabilité de hausse de l'inflation et des taux d'intérêt est très faible.** Le niveau particulièrement déprimé des taux longs, notamment aux Etats-Unis, tient en partie à des mouvements de marché passagers et le retour du taux à 10 ans des obligations d'Etat vers 3 % doit être envisagé d'ici quelques mois ce qui devrait entraîner une remontée du dollar. En Europe le problème est la persistance de la forte dispersion des taux des emprunts d'Etat entre les pays refuges (Allemagne et France en particulier) et les pays périphériques. **La question de la soutenabilité d'une telle situation reste entière et le risque de tensions peut réapparaître à tout moment.**

Nous révisons légèrement en hausse la croissance européenne. Les données récentes confirment la perspective de ralentissement de la croissance au deuxième semestre 2010. Nous écartons le risque d'inflation et maintenons la perspective de taux d'intérêt durablement bas, au-delà de la correction probable des mouvements de marché.

| Scénario de référence 2010-2011 |            | 2010 | 2011 |
|---------------------------------|------------|------|------|
| Taux de croissance*             | Etats-Unis | 2,7  | 2,1  |
|                                 | Zone euro  | 1,4  | 1,3  |
| Taux d'inflation*               | Etats-Unis | 1,7  | 2,0  |
|                                 | Zone euro  | 1,5  | 1,5  |
| Taux d'intérêt centraux**       | Fed        | 0,50 | 0,50 |
|                                 | BCE        | 1,00 | 1,00 |
| Taux à 10 ans**                 | T-notes US | 3,00 | 3,00 |
|                                 | OAT        | 3,00 | 3,00 |

\*En moyenne annuelle - \*\*En fin de période

