

Stratégie d'investissement

Avec près de 9 % de hausse pour le S&P 500, 10 % pour le MSCI World et un peu moins sur les bourses européennes, ce mois de septembre 2010 restera dans les annales financières récentes comme l'un des meilleurs. Quels sont donc les fondements de ce retour manifeste de l'appétit pour le risque et sont-ils pérennes ?

- Les nouvelles économiques récentes, développées en page intérieure de cette lettre, montrent plutôt un tassement général de l'activité mondiale, conforme à nos attentes, avec des indicateurs avancés qui militent pour une certaine vigilance, en particulier en Chine où le rythme de décélération conditionnera l'ampleur de l'impact sur le commerce mondial et la croissance des pays développés. Rien de vraiment neuf...
- Côté banques centrales, le FOMC confirme un biais accommodant durable, mais innove avec l'affichage d'une **Crainte déflationniste** et relance ainsi les spéculations sur l'ampleur du programme "QE2" de rachat de dettes fédérales. La FED est sans doute très inquiète de la montée d'un chômage plus structurel qu'à l'accoutumé, de l'insolvabilité des ménages et du marasme immobilier, elle mettra tout en œuvre pour **limiter toute velléité de tensions sur les rendements longs**.
- En dégat collatéral de ce FOMC, mais également de l'intervention de la BOJ sur le Yen, un réajustement marqué des parités de change s'est opéré, témoin d' **une guerre des changes** bien lancée et accrue par le souhait des Etats-Unis de légiférer sur les tarifs compensatoires vis-à-vis de la Chine. Le dollar pâtit ainsi des perspectives de politique monétaire aux Etats-Unis, tandis que l'euro échappe étonnamment aux secousses réitérées sur les dettes gouvernementales périphériques et profite également du léger décalage conjoncturel en faveur de la zone euro. Cela participe certainement au retard pris par les bourses européennes dans le rebond du mois et menace à terme nos sociétés exportatrices.

- Enfin, et nous y consacrons notre focus taux en dernière page, Septembre constitue à nouveau une phase de **stress aigu sur les Etats périphériques**. Cette épée de Damoclès génératrice de volatilité sur les classes d'actifs risqués, continue à peser sans casser au final l'élan du mois.

Dans ce contexte pour le moins contrasté, comment piloter nos allocations d'ici à la fin d'année ?

Premier constat, le double effet d'un ancrage monétaire au plus bas dans le G3 et du "quantitative easing" rend assez lisible la tendance sur les emprunts d'Etats refuges (Allemagne, Etats-Unis). Il n'est donc pas exclu que leurs courbes s'aplatissent davantage malgré la faiblesse absolue des rendements, et il faut donc **conserver une certaine sensibilité obligataire**.

Corollaire de cet état de fait, toutes les **stratégies de portage visant à doper le rendement courant des portefeuilles** restent bienvenues, en privilégiant le crédit entreprises jusqu'au "high yield", les dettes émergentes et certains émetteurs périphériques dument choisis. Sur les titres privés la baisse des rendements n'est en fait que très peu liée à la compression des primes de risque, mais bien à celle des taux de référence.

Et malgré leur faible pouvoir d'attractivité sur le plan réglementaire, les actions devraient à terme tirer leur épingle du jeu d'une année 2011 où se profilent **croissance molle**, probable poursuite de l'accroissement de la productivité et **profits résilients** ! Il faut donc étendre progressivement la taille de nos poches actions avec toujours un fort tropisme sur les zones émergentes. Nous avons mis cela en œuvre en septembre avec une montée en puissance lente eu égard aux risques ambiants, en choisissant les valeurs à croissance visible. Sans oublier que le taux de distribution des dividendes, proche de 4 % en Europe, est attractif face à la donne obligataire.

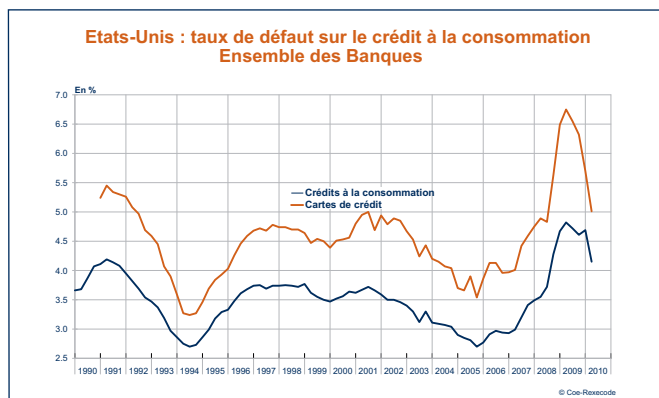
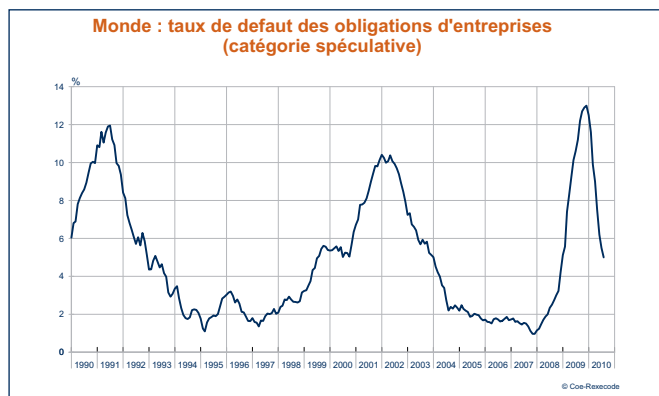
Après le rebond marqué de l'activité économique qui a touché en 2009 l'Asie puis les Etats-Unis et cette année l'Europe, un régime d'expansion plus tendancielle semble s'installer. La conjoncture de ce début d'automne est déjà marquée par la tendance au ralentissement, à vrai dire au stade actuel encore bien modéré. Plusieurs indicateurs montrent même que **l'expansion mondiale se poursuit à un rythme encore soutenu**.

Le taux de croissance annualisé du PIB mondial (53 plus grands pays qui publient des comptes nationaux) s'est établi à environ 4,5 % au deuxième trimestre 2010. C'est moins que les 6,5 % atteints au troisième trimestre 2009, mais à peu près le taux moyen des années 2003 à 2007, années de forte croissance.

Les deux graphiques montrent une décline assez générale du risque dans la période récente.

Le premier graphique montre un effondrement des taux de défaut sur les obligations des entreprises (catégorie spéculative), mouvement qui n'est pas terminé.

Le second graphique montre que le risque de crédit aux ménages américains a commencé à diminuer



Les prix des produits de base sont stables ou en hausse et le prix du pétrole s'est tendu au voisinage de 80 dollars par baril de Brent, malgré des stocks plutôt élevés, confirmant que la demande de pétrole ne fléchit pas. Les prix des matières premières sont orientés à la hausse depuis le mois de juillet dernier.

L'observation ne concerne pas seulement les biens agricoles pour lesquels ont pu jouer des restrictions de l'offre. Elle concerne aussi les métaux communs et les matières premières industrielles. Quant à la production industrielle mondiale, qui vient de retrouver son pic du début 2008, elle était encore récemment sur une tendance d'environ 10 % en glissement annuel, deux fois supérieure à sa tendance moyenne des années d'avant-crise. Ce rythme ne se maintiendra pas et l'expansion reviendra de 10 % l'an à 5 % l'an. **Une large partie du ralentissement industriel est donc encore devant nous.**

Du côté des activités de services, les indices PMI-Reuters montrent que l'activité se développe à un rythme modéré et qui s'est légèrement atténué au cours de l'été, tant aux Etats-Unis qu'en Europe. C'est le secteur de la construction qui reste pour l'instant le plus hésitant, notamment aux Etats-Unis où l'assainissement du secteur de l'immobilier n'est pas terminé. Les prix sont stabilisés mais les stocks de logements à vendre restent élevés, les ventes et les mises en chantier sont faibles. La construction de logements accumule du retard par rapport à la démographie.

Dans les pays émergents, c'est en Chine que le ralentissement est le plus marqué. C'est aussi le pays où le rebond avait été le plus vigoureux et, même après deux trimestres de ralentissement, **le taux de croissance de l'économie chinoise est proche de 7 % l'an. La bonne nouvelle est que le risque d'inflation s'éloigne.**

En conclusion, à l'horizon conjoncturel des six prochains mois, le taux de croissance instantané de l'économie mondiale (c'est-à-dire trimestre sur trimestre précédent) devrait encore se tasser un peu. L'inflation restera faible, mais elle devrait revenir prochainement à des niveaux plus tendanciels compris entre 1,5 et 2 % dans la zone OCDE.

Perspectives économiques

Nous sommes confiants sur la croissance économique pour 2011 mais privilégions toujours au sein du G3 l'hypothèse d'une longue période de convalescence économique.

Les grandes régions du monde sont dans des situations diverses mais sauf choc géopolitique difficilement prévisible aucune région ne paraît menacée par un arrêt de la croissance l'année prochaine. Nos perspectives retiennent un taux de croissance de 2,7 % en 2010 et de 2,1 % en 2011 aux Etats-Unis et de 1,6 % puis 1,7 % en Europe. Nous avons donc révisé en hausse les perspectives européennes. L'inflation restera faible mais reviendra entre 1,5 % à 2 % l'an dans les pays développés (hors Japon).

Nous envisageons la perspective d'une croissance modérée pendant plusieurs trimestres, voire deux à trois années, c'est-à-dire pendant la période de désendettement des ménages, de réduction des déficits publics et d'assainissement de l'immobilier américain, **et nous écartons l'hypothèse d'une rechute dans la récession** (double dip) aux Etats-Unis et en Europe. Le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt à long terme (2,50 % pour les emprunts fédéraux à dix ans aux Etats-Unis, 2,28 % pour le bund allemand) et la faiblesse des taux d'inflation interpellent tout de même sur le risque d'une évolution à la japonaise débouchant sur une croissance anémique, une inflation nulle ou négative et de nouvelles baisses des taux longs.

Pour s'engager dans un scénario déflationniste, il faudrait que plusieurs conditions se trouvent réunies, ce qui nous semble aujourd'hui très peu probable : une forte remontée du taux d'épargne des ménages (envisageable aux Etats-Unis mais peu vraisemblable en Europe), une baisse des salaires (que l'on ne voit poindre ni en Europe, ni aux Etats-Unis), une

baisse du niveau général des prix (pour l'instant l'inflation globale tend plutôt à remonter). Ajoutons à cela que les structures de gouvernance européennes et américaines sont probablement plus réactives que ne l'étaient les structures japonaises au début des années 90 et que l'Europe est très loin de présenter les déséquilibres financiers qu'avait connus l'économie japonaise il y a 20 ans. Si l'on écarte l'idée d'un enlèvement à la japonaise, **le scénario de la croissance modérée n'est évidemment pas le seul chemin possible.** Un point à souligner est qu'après un moment de quasi-panique fin 2008, les grandes entreprises industrielles et commerciales ont réagi rapidement à la récession. Avec le rebond de leur chiffre d'affaires, elles ont reconstitué leurs profits et disposent de réserves de trésorerie très importantes. **Le rebond de l'investissement productif, alors même que la visibilité reste encore faible, laisse ouverte la possibilité d'une reprise qui démarrerait par l'investissement,** l'augmentation de l'offre précédant en quelque sorte et provoquant l'accroissement de la demande. Si cette perspective assez atypique se confirmait, **une vraie reprise durable pourrait s'amorcer plus rapidement que ne l'envisagent les consensus actuellement.**

Si l'on s'en tient à notre scénario économique de référence, les Banques Centrales devraient rester extrêmement prudentes tant que le rythme de la croissance se tassera, ce que l'on envisage jusqu'à la mi-2011. Cependant, **les taux de croissance moyens annuels proposés dans le tableau ci-dessous masquent une réaccélération de la croissance au deuxième semestre 2011.** S'ils se confirment, les investisseurs, pour l'instant toujours préoccupés par le risque de rechute, ne manqueraient pas de réagir positivement par anticipation.

Scénario de référence 2010-2011

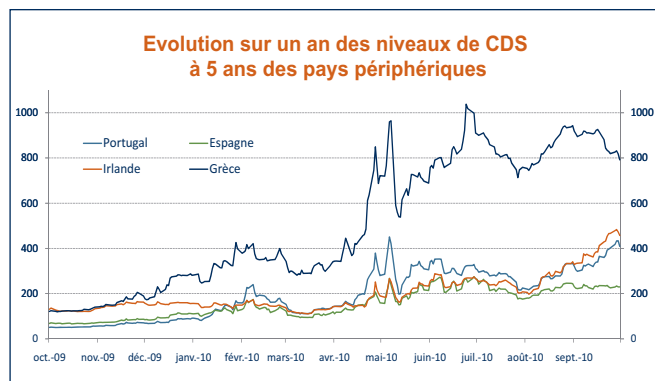
		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,7	2,1
	Zone euro	1,6	1,7
Taux d'inflation*	Etats-Unis	1,7	2,0
	Zone euro	1,7	1,8
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50
	BCE	1,00	1,00
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,00	3,00
	OAT	3,00	3,00

Nous révisons légèrement en hausse la croissance européenne. Les données récentes confirment le 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 sur les taux longs.

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Décryptage des marchés

Marchés de taux



Le Portugal, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne (PIGS) ont subi des évolutions très différentes depuis la fin du mois d'août. Les primes d'assurance (CDS) des deux premiers se sont écartées d'environ 1 % retrouvant leurs plus hauts historiques, celui de la Grèce s'est resserré de 1,2 % mais reste de loin le plus élevé de la zone euro, celui de l'Espagne est resté quasi stable. **On peut expliquer ces divergences par l'évolution des agrégats économiques propres à chaque pays :** Le déficit grec a diminué beaucoup plus vite que prévu alors que le ratio déficit/PIB portugais s'est dégradé de 2 % avec des perspectives de croissance perçues comme anémiques. L'Irlande peine à convaincre qu'elle a les moyens d'assainir son secteur bancaire (la 1^{re} recapitalisation d'AIB doit être complétée) tout en réduisant le plus important déficit budgétaire des pays de l'Union européenne ; la chute inattendue de son PIB du 2^e Trimestre n'a fait qu'amplifier les anticipations de dégradation de son rating accentué par des rumeurs d'appel au fonds de secours FMI / UE. Pour l'Espagne, malgré sa dégradation par Moody's à Aa1 déjà anticipée par le marché, les premiers éléments du budget 2011 ont été perçus comme très positifs. On constate par ailleurs, que le secteur bancaire espagnol a diminué de 10 % ses emprunts auprès de la BCE pendant l'été, contrairement aux besoins des seules banques grecques, portugaises et irlandaises qui s'octroient 40 % des liquidités fournies par la BCE. Si les dernières adjudications de ces pays ont été très bien reçues, seule l'Espagne peut se targuer de résultats non biaisés par les achats des banques centrales. De son côté la BCE, continue d'acheter à dose homéopathique, les dettes de l'Irlande et du Portugal.

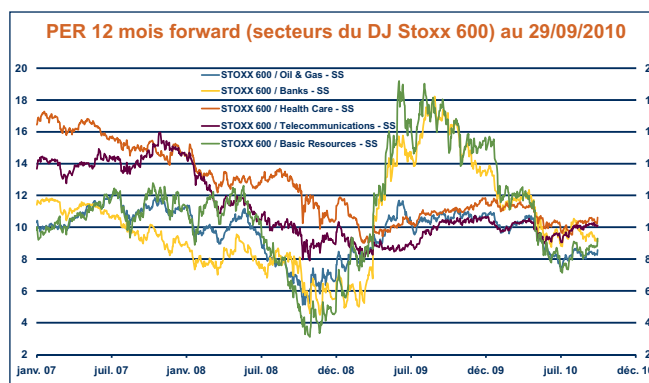
Marchés actions

Les marchés actions évoluent en dents de scie depuis un an. La forte reprise des BPA en 2010 et les réalisations revues à la hausse n'ont pas suffi à insuffler une nouvelle dynamique haussière en 2010, après les fortes progressions de 2009. Et pourtant la lecture des fondamentaux incite plutôt à la confiance :

- La valorisation apparente des marchés semble historiquement attractive à 10,5 fois les résultats des 12 mois à venir.
- La prime de risque (soit l'écart entre le PE et le PE théorique, inverse des taux) demeure élevée, bien qu'elle se situe à des niveaux inférieurs à ceux de 2008.

Une analyse moins fondamentale et plus technique donne quelques éléments complémentaires : l'écart entre les composantes cycliques et défensives s'est fortement contracté pour atteindre un niveau très faible d'un point de PE alors que la corrélation de la performance intra sectorielle des titres est élevée. Après le fort rebond de 2009, **les marchés actions semblent ainsi arrivés à maturité de leur phase de normalisation.** Et dans un contexte où les taux d'intérêt sont historiquement bas, ils sont plus que jamais sensibles aux perspectives de croissance. Les incertitudes économiques (notamment celles liées à la dette publique) modèrent donc la tendance boursière.

Nous restons à l'affût de signaux positifs sur la croissance pour prendre un biais délibérément offensif sur les marchés actions. Pour autant, il est encore possible de trouver des moteurs de performance. La visibilité sur la croissance devient le facteur le plus discriminant, comme le démontre la performance annuelle de certaines thématiques de nos fonds maison.



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.