

Stratégie d'investissement

A deux mois de la fin d'année, et après une rentrée porteuse pour tous ceux qui ont réinjecté du risque en portefeuille en cours d'été, la question du choix d'allocation tactique pour clore l'exercice 2010, peut être abordée de deux manières : capitaliser sur l'acquis de performance en se laissant porter par la vague haussière actuelle, ou sécuriser cette performance sur les deux mois restants. Nos portefeuilles diversifiés flexibles affichent environ 5 % de performance YTD, captés avec une volatilité contenue à 7 % et nous avons retenu la première option. **Nous continuons ainsi à mettre en place des choix plus offensifs**, en particulier sur la poche actions pondérée à 43 %, dont 13 % sur les zones émergentes, 7 % aux Etats-Unis et 20 % en Europe. La poche obligataire est elle-même investie sur des supports plutôt risqués, avec une proportion de 5 % de dettes émergentes, 12 % de High Yield et un rendement courant de portefeuille assuré grâce à une large poche de crédit Investment Grade. Nous envisageons enfin, pour les portefeuilles dont l'horizon de placement et la liquidité l'autorisent, d'arbitrer progressivement une partie de ces obligations privées vers des placements immobiliers de rendement.

Ce choix est dicté par la conjonction de facteurs qui nous apparaissent plutôt positifs à horizon du 1^{er} trimestre 2011 :

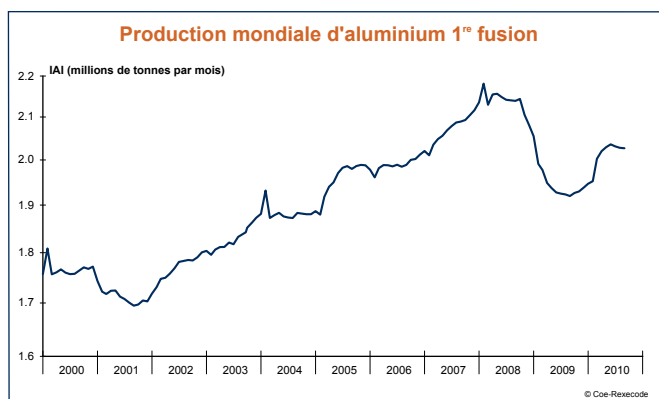
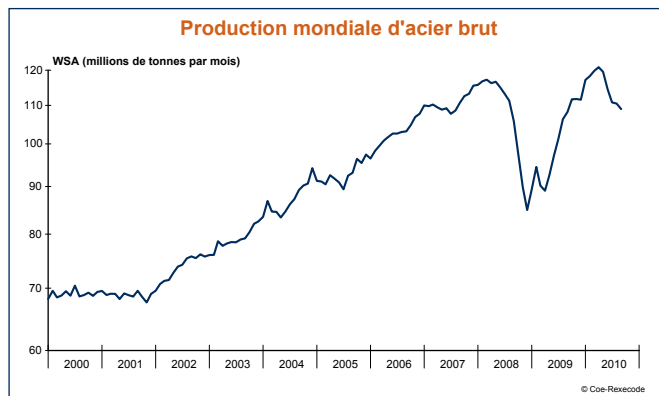
- Tout d'abord notre scénario macro-économique central de **fléchissement sans réelle rechute de l'activité mondiale**, nous semble se confirmer comme développé en page centrale de cette lettre. Notre seule vraie déception concerne les Etats-Unis où le redressement sur le front immobilier reste très laborieux et pollué par le contentieux sur les saisies et où la confiance des ménages reste fragile. En revanche la

Chine surprend favorablement avec près de 10 % de croissance au 3^e trimestre et le rebond du Royaume-Uni dépasse nos attentes.

- **Dans cette phase de convalescence, les entreprises sont clefs**, notamment via l'influence très positive de l'investissement. Nous analysons en page 4 les premiers résultats du 4^e trimestre qui sont de très bonne facture et nous confortent dans l'idée qu'elles constituent aujourd'hui un actif de qualité, faiblement valorisé car complètement délaissé, et qu'elles offrent souvent, modulo sélectivité, une bonne visibilité en termes de performance.
- Coté taux, **les premiers effets de choix monétaires divergents de part et d'autre de l'Atlantique** se mettent en place avec quelques surprises ! Comme expliqué en dernière page, la pente de la courbe américaine s'accroît, tandis qu'en Europe le drainage des liquidités par la BCE normalise l'EONIA vers 1 %, ce qui change assez nettement la donne sur le portage des taux gouvernementaux les plus bas... qui nous semblait déjà tenu. Le salut obligataire est donc ailleurs, sur la dette privée, ce qui nous ramène aux entreprises.
- Enfin, les avancées récentes entre France et Allemagne sur la mise en place d'un FESF (Fonds Européen de Stabilité Financière) permanent modulo sanctions automatiques pour les pays en dérapage, sont porteuses d'espoir à terme, mais nécessiteront une révision des traités... long chemin semé d'embûches qui passe éventuellement par un mécanisme de faillite ordonnée d'un Etat via restructuration de sa dette. **ou comment responsabiliser les prêteurs tout en maintenant la confiance dans la zone euro**, tout un programme !

Le ralentissement de l'économie mondiale est désormais visible sur la plupart des indicateurs mondiaux disponibles. La production de pétrole brut de l'ensemble des pays producteurs est à peu près stabilisée depuis le début de l'année. La production mondiale d'acier s'est retournée au printemps et elle est retombée de 120 millions de tonnes il y a six mois (ce qui était un pic historique, au-dessus du niveau de début 2008) à environ 110 millions de tonnes. La production mondiale d'aluminium a légèrement reculé. Ces retournements, qui portent sur des produits intermédiaires, donnent une image amplifiée du mouvement moyen de l'économie. Il faut les interpréter comme des **signes non pas d'un arrêt de l'expansion mondiale mais d'un réel changement de tendance**. Celui-ci s'observe notamment sur la production industrielle agrégée des 50 principaux pays (connue jusqu'au mois d'août) dont le rythme de progression est revenu de 10 % l'an à 6 % l'an sur les trois derniers mois. C'est un ralentissement, mais on est loin d'une rechute.

Les graphiques montrent l'évolution de la production mondiale d'acier et d'aluminium. On observe après le fort rebond de 2009 un retournement à partir du printemps 2010.



La Chine se distingue par le fait qu'elle publie ses premières estimations du PIB avant tout le monde (en glissement sur un an). Cette première estimation, retraitée pour passer au taux de variation d'un trimestre au suivant, donne **un rythme d'accroissement annualisé du PIB chinois de près de 12 % au premier trimestre 2010, 7 % au deuxième et 8 % au troisième trimestre. Il y a bien eu ralentissement mais celui-ci ne se serait pas accentué au troisième trimestre**. La consommation des ménages augmente un peu moins vite que le revenu, l'investissement progresse toujours rapidement, soutenu par les derniers effets du plan de relance. Les exportations ont un peu fléchi.

En Europe (zone euro), la production industrielle poursuit son rattrapage. Le taux d'utilisation des capacités de production est revenu à son niveau moyen du passé. La forte poussée de consommation des ménages des années 2005 à 2007 a été effacée par le recul de 2008. Les ventes au détail ont retrouvé un rythme positif, proche de la tendance de la période 2001-2004. Le climat des affaires dans la construction amorce une légère remontée. L'indice des directeurs d'achat dans les activités de services se tassent un peu. Au total les enquêtes de conjoncture européennes témoignent d'une progression modérée de l'activité. **La principale menace sur la croissance européenne concerne les exportations en raison du ralentissement mondial et de la hausse de l'euro**.

C'est aux Etats-Unis que les indices de conjoncture se sont le plus nettement infléchis avec un plafonnement des carnets de commandes de biens durables et un tassement des indices des directeurs d'achat. La production industrielle amorce une inflexion. Il semble que le fort rebond de la production ait conduit à un léger sur-stockage et **on peut s'attendre à une pause voire un petit recul de la production industrielle américaine**. Il ne faudra pas s'en émouvoir outre mesure car les tendances de la demande finale sont légèrement positives et devraient le rester.

Au total, le ralentissement mondial amorcé au printemps devrait se confirmer et s'accroître encore un peu plus au cours des prochains mois. Cela écarte à court terme toute menace de remontée du taux d'inflation mondiale qui est repassé d'un peu plus de 3 % à un peu moins de 3 % au cours des derniers mois.

Perspectives économiques

Les débats portent moins aujourd'hui sur les perspectives de l'économie réelle que sur les politiques monétaires de sortie de crise et sur les risques d'instabilité mondiale que ces politiques pourraient entraîner : mouvements de capitaux, "guerre des monnaies" et à plus long terme risques d'excès sur les prix des actifs réels. Les réunions internationales de l'automne, Assemblées Générales du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale, réunion des Ministres des Finances des pays du G20, ont largement évoqué ces problématiques sans conclure à quoi que ce soit si ce n'est à rappeler une fois de plus les dangers d'une "évolution désordonnée des taux de change". La France, qui présidera bientôt le G20, ambitionne de construire un "nouvel ordre monétaire mondial". L'objectif est évidemment hautement souhaitable, d'autant plus que les politiques de chacun pour soi ont plutôt tendance à s'accroître.

La question de la réforme de la gouvernance du FMI est réglée, une participation plus forte des pays émergents étant acquise. La question de la composition des réserves mondiales est tranchée par les faits. Depuis le début de la dernière phase d'expansion (2002), la part du dollar a baissé de 70 % à 62 %. La part de l'euro a augmenté de 20 à 27 %. La part des autres monnaies a très légèrement augmenté. **Ces mouvements de réallocation d'actifs sont très lents** et se sont presque interrompus depuis le début de la crise. Ce n'est pas dans cette direction qu'il faut chercher une réponse à la question de l'instabilité des changes.

Pour ce qui concerne les interventions directes sur le marché des changes, l'expérience a montré qu'elles ne sont efficaces que si elles sont concertées entre banques centrales, si elles restent rares et si elles viennent catalyser un mouvement de marché qui se préparait déjà. **Les taux de change entre monnaies convertibles sont des prix qui résultent des balances de paiements et des mouvements de capitaux.** On ne peut les influencer durablement qu'en limitant la convertibilité, en contingentant ou en taxant les mouvements de capitaux ou en modifiant les fondamentaux macroéconomiques. La Chine a concédé une infime réappréciation du yuan en dollar le taux de change effectif nominal du yuan continuant néanmoins de s'effriter. Les autres pays émergents s'efforcent de résister à l'afflux de capitaux en taxant les placements étrangers. Les deux questions de fond sont le déficit commercial américain (et l'excédent jumeau chinois) et la progression de la masse monétaire mondiale alimentée par les politiques de Quantitative Easing. Stabiliser les monnaies passe par une concertation, sur les politiques économiques nationales et une forme d'autolimitation de souveraineté. Pour l'instant force est de constater que les intérêts nationaux l'emportent largement sur les velléités d'harmonisation et de coopération internationales.

Dans ce contexte, **nous maintenons le scénario d'une croissance modérée sans rechute en 2011.** Celui-ci s'accompagnerait d'une inflation faible. Les taux d'intérêt resteraient bas et les taux longs américains seraient durablement contenus par la politique de gonflement monétaire de la FED.

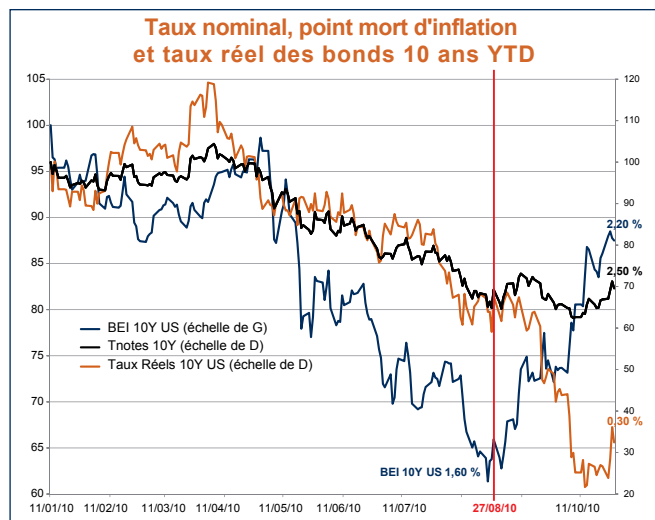
Les données récentes confirment le ralentissement de la croissance au deuxième semestre 2010. Nous écartons le risque d'inflation et maintenons la perspective de taux d'intérêt durablement bas, ce qui n'écarte pas le risque de mouvements de marché dans la période prochaine sur les taux longs.

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

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Décryptage des marchés

Marchés de taux



Après avoir confirmé la poursuite d'une politique monétaire non conventionnelle lors de son discours de Jackson Hole le 27 août dernier, le président de la FED, Ben Bernanke a clairement réaffirmé que la priorité du FOMC est de **résister aux potentielles forces déflationnistes**, et de susciter la reprise économique. En d'autres termes, l'annonce de l'acquisition par la FED d'importantes quantités de Bons du Trésor doit à la fois contribuer à maintenir les taux longs bas et à relancer les anticipations d'inflation. Force est de constater que le résultat obtenu pour l'instant est un succès quasi-total puisque, depuis lors, les taux fixes à 10 ans montent très peu tandis que les obligations indexées sur l'inflation voient leurs points morts d'inflation repositionnés à un niveau d'inflation anticipée à long terme au-delà de 2 % (2,20 % à 10 ans soit près de 70bp de hausse). Dans le même temps, les taux réels s'effondrent et avoisinent zéro (0,30 % sur le 10 ans). **Le premier effet recherché de la stratégie de la FED est donc pleinement atteint** comme l'illustre le graphe ci-dessus.

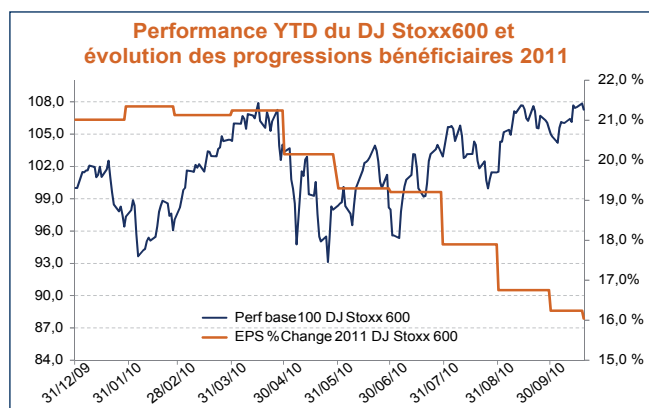
Le deuxième effet, est sans doute un peu moins apprécié : on assiste en effet à une **pentification très marquée de la courbe américaine** entre les maturités 10 ans et 30 ans, à la défaveur des obligations à 30 ans qui s'affichent à plus de 4 %, en hausse de 35bp sur un mois ! Ce mouvement historique par sa rapidité et son ampleur montre, dans un contexte économique et surtout immobilier qui requiert des taux à très long terme bas, les **risques corollaires de la stratégie engagée par la FED**.

Marchés actions

S'il est encore un peu tôt pour juger, nous pouvons constater à première lecture des annonces au titre du troisième trimestre, que la dynamique de révision des résultats n'affiche pas la détérioration que bon nombre d'investisseurs attendaient. Sur 30 % des entreprises du S&P 500 ayant publié leurs chiffres du T3 aux Etats-Unis, **79 % ont dépassé les estimations**. En Europe, ce ratio de surprises positives est à 72 %, pour 20 % des entreprises ayant déjà communiqué.

Le tableau sectoriel est plus mitigé : les secteurs les plus cycliques ont tous battu le consensus, quand les secteurs financiers affichent un nombre de surprises positives en repli. Les déceptions sur le secteur financier sont imputables entre autres aux difficultés rencontrées par les activités de marché aux Etats-Unis et à un environnement toujours dégradé en Europe du Sud. Compte tenu de ces publications, les estimations de croissance des profits aux Etats-Unis ont été légèrement relevées. **Pour l'année 2010, la hausse des profits devrait être proche de 40 %**. **Pour 2011, les attentes sont plus modérées : 15 % au global** et 13,5 % hors financières, certaines comparaisons devenant plus difficiles chaque trimestre en raison des effets de base, notamment pour les secteurs technologiques, industriels et énergie.

Pourtant, **les marchés boursiers n'ont que faiblement salué ces deux dernières saisons de résultats**. Le sentiment à court terme s'est même légèrement détérioré, suspendu aux interrogations macro économiques et dubitatif quant à la pérennité de l'effet "quantitative easing". Les performances boursières récentes sont moins liées aux surprises positives qui semblent déjà bien intégrées. Toutefois, **l'importance de la contribution des zones émergentes** dans le décompte analytique des résultats des entreprises et le **discours des dirigeants, militent toujours en faveur des secteurs de croissance présents à l'international**.



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.