Orientations et Stratégie n°108

Lettre mensuelle de UFG-LFP | Décembre 2010 - Achevée de rédiger le 06 | 12 | 2010

Stratégie d'investissement

Novembre marque un coup d'arrêt brutal à l'envolée des bourses depuis l'été et un retour général à l'aversion au risque. Contrairement aux épisodes précédents de stress, les obligations gouvernementales des pays réputés les plus sûrs ne bénéficient pas de flux d'achats refuge, et concomitamment au repli des actions et des obligations privées ou souveraines les plus exposées, nous assistons à une franche remontée des rendements d'Etats allemands et américains. C'est donc un contexte extrêmement périlleux en termes de construction de portefeuilles, puisqu'en dehors du dollar qui joue ponctuellement un rôle de valeur refuge, aucune classe d'actif ne permet un véritable amorti du choc grâce à ses corrélations. Les deux catalyseurs de cette nouvelle phase de doute des marchés sont l'incertitude engendrée sur la croissance de la zone Asie et des émergents en général, par le resserrement monétaire amorcé dans certains pays, Chine en particulier, et les nouveaux développements de la crise des périphériques en zone euro.

- Sur le premier point, les mesures prises par la Chine visent toutes à stabiliser les prix, matières premières et immobilier en tête, et l'arsenal de moyens utilisé (hausses répétées des réserves, relèvement des taux, taxes...) a certes effrayé les marchés, mais constitue à notre sens une réaction salutaire des autorités locales face aux tensions inflationnistes. Cela illustre le volontarisme et la capacité de ces pays à mener les actions indispensables à une saine poursuite de leur développement. Ce mouvement ne nous semble pas terminé, il sera sans doute facteur de nouvelles turbulences à court terme mais il conditionne la stabilité et la pérennité de la croissance dans ces zones.
- La crise des périphériques en zone euro, connait quant à elle depuis quelques semaines des phases de paroxysme et d'accalmie sans que ne se dessine vraiment d'embellie sur les rendements des pays concernés, qui culminent aujourd'hui quasiment sur leurs points hauts de l'année. Au-delà des échanges interpays visiblement très tendus, l'Europe fait face à cette grave crise en cascade avec une certaine maladresse mais avec la volonté

politique de trouver une issue. La mise en place du plan d'aide à l'Irlande (85Mds€) par l'Eurogroupe, tout comme l'élaboration de l'ESM (mécanisme permanent de stabilité européen) qui palliera à la fin programmée en 2013 du précédent FESF (fond européen de stabilité financière), auraient du constituer des facteurs d'apaisement... loin s'en faut ! Ces mesures lèvent en fait le tabou sur le défaut souverain en permettant la restructuration, avec l'accord d'une majorité des porteurs, des futures émissions post 2013 équipées de CAC(clauses d'action collective).Or les marchés ont besoin d'assurance à court terme et restent frustrés par la complexité du plan et par le flou qui prévaut sur une garantie solidaire des dettes jusqu'en 2013, sans parler des risques politiques de mise en œuvre. Il nous semble toutefois que les décisions prises renforcent la sécurité offerte sur les dettes courtes périphériques, alors que le sort des maturités plus longues reste à clarifier. A long terme, ce plan de sauvetage constitue également une incitation majeure à davantage de rigueur budgétaire pour les pays membres, en raison de l'accès à la liquidité conditionné au strict respect des critères imposés par l'EMS, et au pouvoir renforcé de l'Eurogroupe sur les budgets des Etats de la zone. Et donc si à court terme la mutualisation du risque et la complexité des mesures prises sont perçues négativement par les investisseurs, à moyen terme l'accélération du fédéralisme européen constituera probablement une force de rappel pour les pays les plus vertueux de la zone.

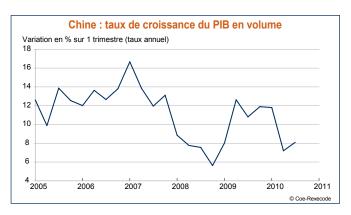
Les actions et les obligations privées, à l'exception du secteur bancaire, ont plutôt bien résisté au récent chaos européen. Notre stratégie de diversification internationale s'avère payante, et nous l'avons renforcée en levant les couvertures \$. Nos choix sectoriels restent à l'écart des banques pour l'instant. Notre stratégie directionnelle obligataire est commentée en dernière page de cette lettre et nos positions périphériques sont modérées et concentrées sur des échéances inférieures à 2013. Au global, nos portefeuilles flexibles résistent très bien à la tempête de ce début d'hiver rigoureux, puisqu'ils affichent une performance de + 0,18 % en novembre alors que les indices mixtes se replient de 2 %.



Conjoncture

Le rythme d'augmentation de la production industrielle mondiale a nettement ralenti au cours des derniers mois, revenant de 10 % l'an au début 2010 à presque zéro. Le mouvement est général. Il touche la plupart des pays développés ainsi que les pays émergents. Ce ralentissement était attendu. Il traduit la fin de la période de rebond après la contraction brutale de l'activité de fin 2008. Les dernières enquêtes de conjoncture auprès des entreprises ne sont pas mal orientées. Elles suggèrent que le tassement de la croissance devrait donc être limité et temporaire. Il semble bien en effet mois après mois qu'audelà des ajustements de courte période, une croissance, modérée mais durable s'installe progressivement dans le monde. Le rebond aura été de trop courte durée pour saturer les capacités de production. Seule l'Allemagne, qui avait assez peu investi dans les années antérieures à la crise, a retrouvé un taux d'utilisation des capacités de production industrielles proche de la tendance passée. Tous les autres grands pays, y compris les Etats-Unis, en sont encore éloignés. Cela explique que l'inflation sous-jacente continue de ralentir.

Les graphiques montrent l'évolution récente du taux de croissance trimestriel du PIB et du taux d'inflation en Chine. Malgré un net ralentissement du rythme de la production, les tensions inflationnistes augmentent.





La plupart des indicateurs économiques américains sont relativement favorables. Les carnets de commandes de biens durables se regarnissent, les indices des directeurs d'achat ne faiblissent pas ou remontent dans l'industrie comme dans les activités de services. Les ventes au détail sont bonnes. Le taux de croissance du PIB au troisième trimestre 2010 a été une première fois révisé en hausse à 2,5 % l'an et les profits des entreprises en termes de comptes nationaux sont à des points hauts historiques. L'emploi reprend lentement et le chômage devrait se stabiliser. L'inflation sous-jacente est actuellement de 0,6 % en glissement annuel aux Etats-Unis. On notera toutefois que la hausse du déflateur du PIB américain, qui était tombée au voisinage de zéro est remontée à 2 % l'an.

Dans la zone euro, le climat des affaires s'est nettement amélioré et la tendance de la production industrielle est encore à un niveau relativement élevé, même si certains signes d'essoufflement des commandes apparaissent. Les créations d'emploi ont repris timidement et le chômage a probablement atteint un point de retournement. Seule, la construction reste à la traîne. Le climat dans le commerce de détail est en revanche à l'optimisme et les ventes au détail progressent légèrement. La croissance de la zone euro est actuellement sur un rythme tendanciel de l'ordre de 2 % l'an, avec il est vrai de très gros écarts entre les pays (l'Allemagne est en vive croissance, la Grèce et l'Irlande sont en récession). L'inflation sous-jacente reste très faible. Elle est légèrement remontée au voisinage de 1 % l'an. L'inflation globale, qui incorpore les effets des hausses du pétrole et des matières premières, est en revanche proche de 2 %.

Le plus probable à court terme est que la croissance se poursuive dans les prochains mois à un rythme modéré dans les pays développés, sans menace de rechute. Les pays émergents hésitent entre le risque de tensions inflationnistes si la croissance persiste et celui d'un tassement de croissance qui éloignerait la menace inflationniste. En fait, l'accroissement des tensions inflationnistes exigerait sans doute une politique économique plus rigoureuse qui conduirait aussi à un ralentissement. C'est pourquoi, dans toutes les hypothèses, un ralentissement de l'activité nous semble probable dans les pays émergents en 2011.

Perspectives économiques

Notre vision macroéconomique des prochaines années reste inscrite dans la séquence en trois temps : rebond, convalescence, reprise. Les pays développés sont entrés depuis peu dans la deuxième période, c'est-à-dire la période de convalescence. Le plus probable est qu'ils y resteront assez durablement, le temps de résorber les déséquilibres accumulés avant la crise et pendant la récession. Les pays émergents s'inscrivent dans une logique différente. Le creux d'activité a été beaucoup moins marqué, le rebond a été plus précoce et le risque s'accentue d'une surchauffe économique. La Chine est le principal pays concerné par ce risque.

Les politiques monétaires des grandes régions du monde sont actuellement assez largement différentes sinon en opposition. La Réserve fédérale des Etats-Unis a engagé une phase 2 du Quantitative Easing en annonçant son intention d'acheter 600 milliards de titres du Trésor américain avant la mi-2011 (au-delà du stock de titres qu'elle détient déjà) et de continuer à garantir des taux exceptionnellement bas pendant une période prolongée. Le diagnostic du FOMC est que le rythme de la reprise est lent (ce qui est vrai) et que l'inflation tend à diminuer (ce qui est vrai pour le passé récent mais nous semble plus douteux pour l'avenir). L'annonce d'un programme ambitieux de monétisation des créances sur le Trésor a suscité une certaine instabilité notamment sur les marchés des changes. Il faut garder à l'esprit que les rachats envisagés représentent moins de 3 % du total des crédits bancaires aux Etats-Unis.

La BCE rappelle de son côté que les mesures "non conventionnelles" sont par nature temporaires et elle cherche plutôt à s'en dégager. Elle considère que les risques sur la croissance sont légèrement vers le bas mais les risques sur l'inflation plutôt vers le haut. Enfin, les Banques Centrales des pays de la zone Asie-Pacifique ont engagé un cycle de resserrements monétaires progressifs. Le resserrement monétaire est récent en Chine, il s'est accéléré depuis peu il n'est pas terminé. Plus que les taux, ce sont surtout les ratios de réser-

ves obligatoires qui sont utilisés pour freiner la distribution de crédit, et la spéculation immobilière. Ces resserrements interviennent au moment où les mesures du plan de relance budgétaire touchent à leur fin. Un ralentissement de l'économie chinoise est déjà amorcé et les inflexions de politique économique nécessaires pour contrer l'inflation pourraient l'accentuer. Il faut cependant reconnaître que pour l'instant les enquêtes de conjoncture restent plutôt bien orientées.

La Commission européenne vient de mettre à jour ses prévisions pour 2011. Selon ces prévisions, la reprise économique actuellement en cours dans l'Union Européenne va se poursuivre. Une croissance d'environ 1,75 % est attendue pour 2011, puis de 2 % en 2012. Le taux de chômage devrait tomber à environ 9 % en 2012, tandis que le déficit public reculerait à environ 4,5 % du PIB. L'OCDE qui avait publié ses propres prévisions un peu avant est très proche de la Commission européenne. Pour les Etats-Unis, elle table sur une croissance américaine dépassant 3 % en 2012.

Nous maintenons pour ce qui nous concerne un scénario central de croissance modérée dans les pays développés en 2011, nettement plus élevée dans les pays émergents (mais un peu moins forte en 2011 qu'en 2010). Les tensions sur les prix du pétrole et des matières premières ne devraient pas s'amplifier. Les taux d'intérêt devraient rester bas au cours des prochains trimestres sans qu'il faille écarter l'idée d'un retour des taux longs sur des niveaux plus tendanciels.

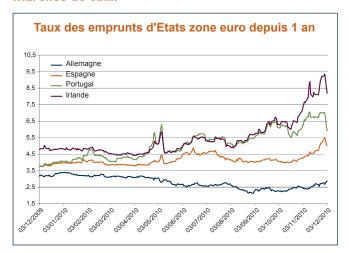
Les hésitations des marchés boursiers depuis le printemps dernier traduisent périodiquement deux incertitudes, l'une sur la macroéconomie, l'autre sur la stabilité financière de la zone euro. Nous n'avons pas de grosse interrogation sur les perspectives économiques. En revanche, à très court terme, c'est un fait que malgré les progrès accomplis, la question de la gouvernance européenne reste préoccupante, ce qui risque de perturber encore un certain temps les marchés d'actions.

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	ode
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,7	2,2	période
	Zone euro	1,7	1,8	fin de
Taux d'inflation*	Etats-Unis	1,7	2,0	**En ;
	Zone euro	1,5	1,8	//e -
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50	annuelle
	BCE	1,00	1,50	
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,00	3,50	moyenne
	OAT	3,00	3,50	*En n

Décryptage des marchés

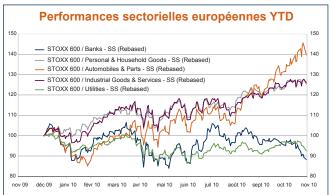
Marchés de taux



Plusieurs facteurs concourent à notre sens au mouvement de tension observé sur les rendements allemands depuis la fin de l'été. Si la zone euro reste marquée par une forte hétérogénéité entre les pays en termes de croissance, le moteur allemand avec près de 5 % de croissance annualisée sur les 3 premiers trimestres 2010, tourne à plein, même si se profile un ralentissement modéré. Ainsi, fidèle à son orthodoxie, La BCE maintient le cap de normalisation de sa politique monétaire notamment en préparant le terrain pour cesser le refinancement sans limite des banques à compter du printemps 2011, même si la crise souveraine l'oblige à temporiser. Les taux de référence restent stables, mais alors que la FED s'inquiète du risque de déflation et pilote de nouvelles injections de liquidités, la BCE de son coté reste focalisée sur le risque inflationniste. La menace n'est pas imminente, mais à horizon fin 2011, il est probable que les anticipations se tendent. Les fondamentaux exercent ainsi pour l'instant une pression à la hausse des rendements. S'y ajoute l'impact de la crise de défiance sur les dettes de la Zone Euro, très différent de celui observé au printemps, puisque sans phénomène de repli vers la sécurité des dettes gouvernementales "core". Au contraire, tout se passe cette fois-ci comme si la solidarité européenne devait se traduire par une amorce de mutualisation des primes de risque, défavorable à la marge à l'Allemagne. Ces différents facteurs devraient à notre sens perdurer dans le contexte 2011, et notre stratégie directionnelle est en conséquence prudente, notre préférence va en outre aux obligations indexées sur l'inflation, dissymétriques par nature, et dont les points morts d'inflation nous semblent attractifs.

Marchés actions

Les bourses sont à nouveau partagées entre le Yin et le Yang : d'un côté, un momentum macroéconomique qui s'améliore, une politique monétaire accommodante à l'exception de certains pays émergents, et une progression des résultats attendue autour de 10 à 15 % pour 2011 après des niveaux de marges historiquement élevées en 2010. De l'autre la recrudescence des craintes sur la dette souveraine européenne pèse lourdement sur les marchés alors que la saison des résultats désormais terminée n'offre plus de support à court terme. Les marchés d'actions se replient dans un bel ensemble mais l'ampleur de la consolidation mise en perspective avec le stress souverain, parait finalement modérée. Les marchés périphériques européens sont logiquement les plus impactés : sur un mois, les bourses espagnoles et italiennes affichent des baisses deux fois plus importantes que l'Allemagne ou la France, et les disparités géographiques sont sans conteste l'un des éléments marquants de l'année boursière. Les écarts sectoriels sont eux aussi conséquents, les télécoms et les services aux collectivités sont les rares secteurs à avoir affiché des résultats Q3 inférieurs aux attentes, ils ressortent donc avec les pires performances mensuelles malgré leur caractère historiquement défensif. La palme de la contreperformance revient au secteur bancaire durement touché par la crise périphérique. Cependant, s'il est encore un peu tôt pour s'y intéresser, il convient de mettre en avant son faible niveau de valorisation en particulier dans certains pays de la zone où le système bancaire est moins fragilisé (Italie, France). Nous restons à l'affût dans ces marchés volatils, il conviendra le moment venu de modifier la structure de nos portefeuilles pour intégrer des secteurs très à la traine et dont les niveaux de valorisation sont excessivement bas.



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.

