

## Stratégie d'investissement

A l'aube d'une nouvelle année, nous identifions quelques thèmes majeurs qui conditionneront en 2011, notre stratégie d'investissement :

- Commençons par de bonnes nouvelles, **la reprise économique mondiale se confirme, avec toutefois de fortes disparités régionales voire sectorielles** qui ternissent la vision d'ensemble. Ce constat est plutôt de bon augure pour une large part des classes d'actifs risquées, mais nécessite, faute d'une vision homogène, discernement et sélectivité.
  - L'horizon apparaît ainsi nettement plus dégagé sur l'activité économique qu'au début 2010, avec un corollaire sur les prix : les tensions sur ceux des matières premières se sont accélérées en fin d'année, la **thématique inflation redevient une priorité** en particulier dans les zones très actives, avec des implications fortes sur les **politiques monétaires** et les **courbes de taux**, dont la phase de **normalisation** s'est amorcée.
  - Enfin se superposent à cet environnement macro-économique plus favorable, des problématiques locales ou mondiales de long terme qui pèseront lourdement sur la **confiance** des acteurs économiques et des marchés : **résorption d'un stock colossal de dettes publiques** dans certaines zones avec des solutions économiques diamétralement opposées de part et d'autre de l'Atlantique, guerre économique sans merci entre Chine et pays développés avec en corollaire une **instabilité des changes** et une **faible probabilité** de voir, dans un tel contexte, un sain **rééquilibrage de la croissance mondiale**.
- Cette lecture des facteurs clefs 2011 nous conduit en ce début d'exercice à structurer nos allocations en **priviliégiant le risque "entreprises"**.
- Coté **actions**, avec certes de **fortes disparités par secteur**, les hypothèses de croissance bénéficiaires 2011 nous apparaissent raisonnables au regard de la donne macro-économique. Les valorisations, lorsqu'elles sont tendues, sont souvent justifiées par des niveaux de résultat et marge historiquement élevées, et il demeure des **segments ou le couple valorisation/perspectives de croissance est attractif**. Géographiquement, le

momentum de croissance et la donne monétaire nous incitent à **rééquilibrer** nos pondérations **par zone** en faveur des US, tout en conservant une exposition substantielle aux zones émergentes avec davantage de discrimination par pays.

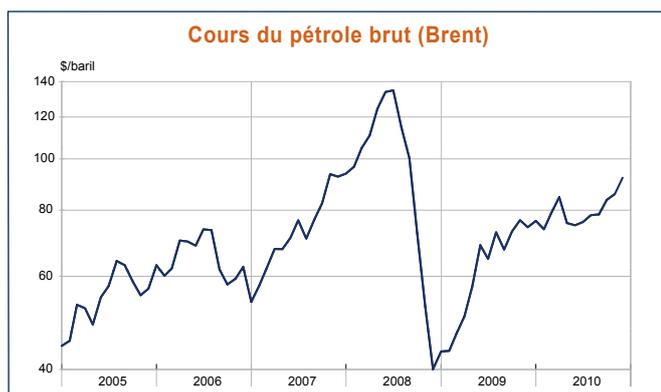
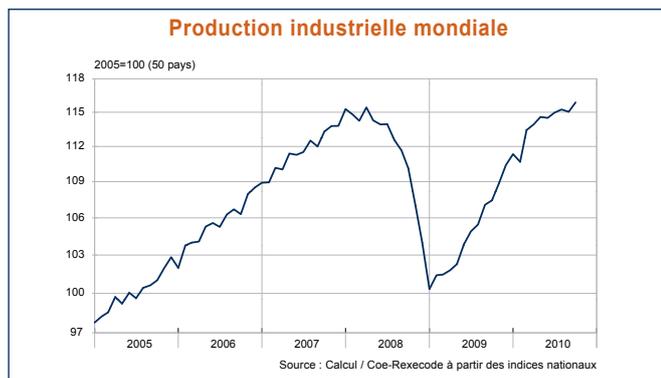
- Cette confiance en la lisibilité du risque "entreprises", se traduit également avec la même sélectivité par un appétit pour la **dette "High Yield", de préférence courte** et internationalement diversifiée. Nous avons en revanche allégé les poches de dettes privées "Investment Grade" dont l'intérêt en termes de portage, est durement concurrencé par la remontée récente des rendements gouvernementaux longs.
  - Sur le **risque bancaire** en revanche, nous affichons pour l'instant une certaine circonspection. Toujours absents du secteur "Banques" en actions (voire notre focus en dernière page), nous sommes également tactiquement prudents sur la dette bancaire qui pourrait continuer à souffrir du stress périphérique et des débats sur le traitement des dettes subordonnées.
- C'est à nouveau sans doute sur la dette d'Etats que 2011 s'annonce complexe à piloter.

- La hausse des rendements des **pays "core"** est significative, nous commençons donc à réinjecter un **peu de sensibilité** sur les portefeuilles qui en étaient démunis... avec progressivité car la normalisation des taux longs peut perdurer sous l'effet conjoint des facteurs croissance, inflation, politiques monétaires et risques de solvabilité. Nous affichons en outre **une nette préférence pour les dettes indexées** sur l'inflation (commentée en dernière page).
  - La **dette émergente** est tactiquement allégée après un parcours 2010 exceptionnel !
  - Sur les **dettes périphériques**, notre allocation est restreinte et contingentée aux **dettes courtes** couvertes par l'EFSF. Nous sommes convaincus que les discussions européennes aboutiront à une plus forte **discrimination par les fondamentaux** de chaque pays.
- Enfin coté devises, **notre préférence va dans l'immédiat, au dollar et aux devises émergentes.**

L'année 2010 aura été en définitive une année de croissance forte. Le taux de croissance mondial s'est établi un peu au-dessus de 4,5 %, c'est-à-dire à un niveau proche des taux les plus élevés de la décennie passée. L'accroissement du PIB annuel de 2009 à 2010 doit beaucoup au fort rebond de la sortie de récession entre le printemps 2009 et la mi-2010, la vitesse d'entrée dans 2010 jouant un rôle important dans le niveau de la moyenne annuelle.

Au cours de l'année 2010, le *momentum* de l'économie mondiale s'est assez nettement affaibli. La production industrielle mondiale a même quasiment stagné au début de l'automne dernier. Les observations conjoncturelles récentes montrent cependant que **l'économie mondiale conserve une dynamique nettement positive, qui tend même à se renforcer en fin d'année**. C'est sans doute la raison macroéconomique de la bonne tenue des marchés boursiers et de la correction en hausse des taux longs au cours des dernières semaines. Du point de vue économique, la hausse des taux doit être considérée comme une "normalisation" et non comme une nouvelle tendance.

Le premier graphique montre que la phase de rebond de la production industrielle mondiale a fait place à une tendance beaucoup plus modérée mais toujours positive. Le prix du pétrole brut (en dollars par baril de Brent) suit des mouvements similaires à celui de la production mondiale en amplifiant les retournements.



La production industrielle mondiale a augmenté de 0,7 % au mois d'octobre, dépassant pour la première fois son point haut de 2008 et les indicateurs du commerce mondial ont réaccélééré au cours des derniers mois. Les productions de pétrole, d'acier et d'aluminium ont fortement rebondi et **les hausses de prix de l'ensemble des matières premières témoignent d'une demande soutenue sur les marchés des commodités**. La hausse du prix du pétrole est plus limitée que celle des matières premières parce que la production s'est ajustée. Il reste que le prix du baril est en hausse régulière depuis la mi-2009, le baril de Brent dépassant désormais 90 dollars.

Aux Etats-Unis, la reconstitution des stocks paraît terminée, ce qui a entraîné un ralentissement temporaire de la production industrielle. Cependant, les ventes au détail continuent de se redresser. La consommation des ménages augmente grâce aux créations d'emplois, à la faiblesse de l'inflation et à un timide retour du crédit à la consommation. Le point noir reste le secteur du logement qui demeure déprimé et risque de le rester tant que les stocks ne seront pas dégonflés. **En Europe, les conjonctures nationales divergent fortement**. L'Allemagne bénéficie à plein du rebond de l'économie mondiale et de sa gestion budgétaire rigoureuse pendant la crise alors que plusieurs pays européens périphériques à fort déficit sont encore en récession. **Au niveau global de la zone euro, les enquêtes d'opinion auprès des chefs d'entreprises traduisent une progression de l'activité modérée mais qui reste favorablement orientée**. L'inflation globale (en glissement annuel) qui était légèrement négative il y a un an, est revenue au voisinage de 2 % l'an. Elle ne devrait pas aller sensiblement au-delà.

L'activité a ralenti dans les pays émergents en milieu d'année 2010 aussi bien en Asie qu'en Amérique latine. Les indicateurs conjoncturels récents suggèrent que le ralentissement ne devrait pas s'amplifier et que la croissance restera soutenue au cours des prochains mois. Le risque est plutôt la surchauffe et la menace d'une montée de la pression inflationniste interne, au delà des effets de la hausse des prix des produits importés. A court terme, la croissance ne serait menacée que si cette menace imposait un durcissement beaucoup plus marqué des politiques économiques.

# Perspectives économiques

En ce début 2011, les Etats-Unis gardent le cap d'une politique économique accommodante. Les allègements fiscaux décidés antérieurement, aussi bien par l'Administration Bush que par les plans Obama ont été prolongés en 2011 et la politique de *Quantitative Easing* (achat de dettes par la Réserve fédérale) a été amplifiée au début novembre. L'Europe entre en revanche dans une période durable "d'austérité" budgétaire et d'augmentation de la pression fiscale qui touche tous les pays. **Le problème est moins celui du besoin de financement public global de la zone euro que celui de la divergence entre pays.**

En moyenne, les instituts de prévisions économiques interrogés par Consensus Forecast envisagent pour les Etats-Unis la poursuite d'une croissance modérée autour de 2,5 % l'an jusqu'à l'automne 2011, puis une accélération progressive vers 3,5 % l'an jusqu'à la mi-2012. Pour la zone euro dans son ensemble, le mouvement serait analogue mais beaucoup plus amorti et un peu décalé dans le temps, la tendance de la croissance se situant un peu au-dessus de 1,5 % par an, avec un net ralentissement de l'Allemagne à partir du printemps 2011. Les taux d'intervention des Banques centrales n'augmenteraient qu'en 2012. Le taux de change du dollar serait à peu près stable entre 1,30 et 1,35 dollar pour un euro.

**Ces perspectives traduisent le sentiment d'une croissance qui s'installe lentement mais qui reste durablement bridée.** Ce sentiment est conforme au scénario de "convalescence" que nous privilégions depuis longtemps. Nous estimons toutefois qu'elles prennent peut-être insuffisamment en compte les changements qui s'opèrent rapidement dans l'économie mondiale. Dans les pays développés, les entreprises petites et moyennes ont été fortement éprouvées par la baisse du chiffre d'affaires en 2009 et elles resteront donc prudentes avant de s'engager dans un nouveau cycle d'investissement. Les grandes entreprises industrielles et commerciales mondia-

lisées (qui sont aussi les entreprises cotées sur les marchés) ont en revanche dans l'ensemble maintenu un niveau de profit qui leur permet d'envisager l'avenir avec sérénité, surtout aux Etats-Unis.

**Les feux qui marquent habituellement les étapes du cycle financier mondial passent au vert les uns après les autres :** rebond boursier du printemps 2009, forte baisse des taux de défaut sur les obligations d'entreprises (qui n'est pas encore terminée), recul de la volatilité sur les marchés boursiers, puis plus récemment amorce de rebond des fusions-acquisitions et même des LBO alors que s'annonce peut-être le retour des introductions en bourse. Le déroulement du cycle financier classique appellerait maintenant une deuxième vague de hausse des cours des actions au moins dans les pays développés. Mais **deux menaces particulières à la période actuelle doivent être prises en compte.** La première est la poussée de hausse des prix dans les pays émergents d'Asie les plus dynamiques (Chine, Inde et dans une moindre mesure du Brésil). Cette hausse contraint les autorités monétaires à réagir de façon restrictive.

La seconde menace est propre à la zone euro. Un processus de traitement des crises de dettes souveraines crédible (dans certaines limites) se met actuellement en place. **La question qui demeure est celle de la solvabilité des pays à compétitivité dégradée dans une zone monétaire unique.** La première réponse possible est l'ajustement macroéconomique par les marchés (baisse des revenus, chômage élevé, hausse de la pression fiscale) mécanisme qui est long et socialement très coûteux. Le second est la redistribution budgétaire entre pays (comme elle existe actuellement entre régions d'un même pays). Mais cela suppose une organisation politique qui n'est pas à l'ordre du jour. L'Europe se construit par étapes et au travers de périodes de crises. L'année 2011 n'échappera sans doute pas à de nouvelles tensions.

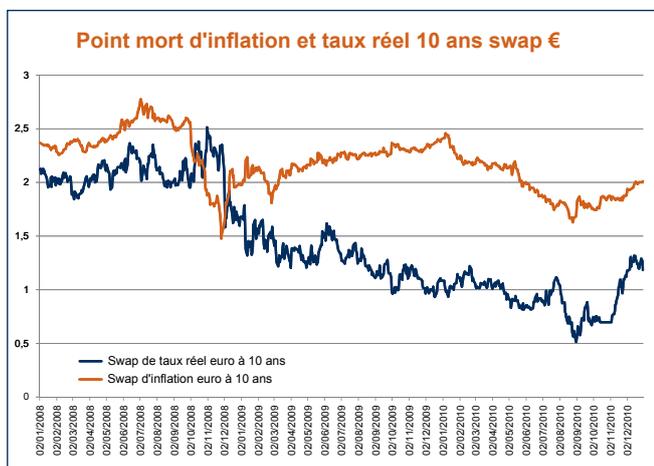
Les données récentes confirment le ralentissement de la croissance en 2010. La conjoncture mondiale de fin d'année reste toutefois favorablement orientée. Nous écartons le risque d'inflation et maintenons la perspective de taux d'intérêt durablement bas, après la normalisation des taux longs qui s'est opérée fin 2010.

2010 et scénario de référence 2011		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,8	2,4
	Zone euro	1,7	1,9
Taux d'inflation*	Etats-Unis	1,6	1,9
	Zone euro	1,5	1,8
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50
	BCE	1,00	1,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,30	4,00
	OAT	3,35	4,00

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

# Décryptage des marchés

## Marchés de taux

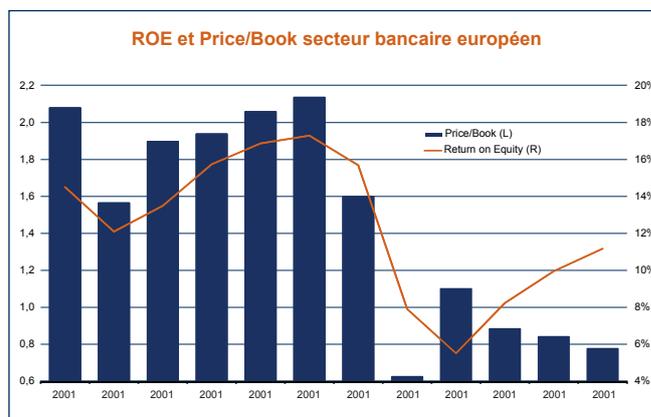


La normalisation des taux longs européens porte aujourd'hui le rendement de l'OAT 10 ans à 3,25 %, ce qui se traduit sur l'OAT indexée équivalente par une décomposition en taux réel et point-mort d'inflation à respectivement 1,25 % et 2 %. Ceci nous amène à préférer les supports indexés pour réinjecter un peu de sensibilité obligataire, en raison de leur caractère dissymétrique. Rares sont en effet les périodes où les arguments en faveur d'une revalorisation des indexées par une hausse des points morts d'inflation ont été aussi convergents. Techniquement, la saisonnalité sera très positive à partir du 1<sup>er</sup> février et devrait le rester jusqu'à l'été (exception faite du mois de mars). Ce constat se traduira mécaniquement par un portage plus important sur les titres indexés que sur les obligations à taux fixe. Cet avantage pourrait s'amenuiser si on constatait dans le même temps, une baisse de l'inflation anticipée. Or la tendance actuelle ne milite pas pour une telle évolution, car le glissement annuel affiche une dynamique haussière et pourrait, d'après nos estimations, s'afficher au dessus de 2,6 % début mars. La poursuite de la reprise économique conjuguée aux aléas climatiques défavorables dans des grands pays producteurs de matières premières et agricoles devrait renforcer cette tendance, d'autant que l'on constate que les indices de prix commencent seulement à intégrer cette hausse amorcée au printemps 2010. La question qui demeure à ce stade est la réponse que la Banque Centrale Européenne apportera au dépassement momentané de son objectif d'inflation. S'il est certain qu'elle enverra au moins un message de vigilance, une action rapide n'est pas encore certaine, et l'observation de l'inflation "core" ou sous-jacente devrait lui permettre de rester sereine.

## Marchés actions

Les banques de la zone euro ont atteint une décote de 30 % par rapport à leurs fonds propres, et se traitent à seulement 10 % au dessus des niveaux de valorisation de crise atteints en 2008. Pour autant, nous maintenons notre vue négative sur le secteur d'activité car nous pensons que les tendances conjoncturelles, mais aussi structurelles lui demeurent défavorables.

En 2010, le niveau des commissions et la baisse de la dotation aux provisions sur les actifs toxiques générés lors de la phase d'euphorie, ont permis une poursuite de la croissance amorcée en 2009. Pour 2011, les moteurs semblent moins évidents, le crédit ne redémarre pas, les bases de comparaison des activités de banque d'affaires sont pénalisantes, les sources de risque demeurent élevées en particulier via une accélération de la détérioration des marchés de la dette publique. Les premières mesures prises par le législateur visent à doter en fonds propres les activités de marché, et pèsent sur le profil de rentabilité moyen. Des mesures plus contraignantes sur l'adossement actif/passif, aboutiraient à une poursuite des recapitalisations du secteur, et en retour à une profitabilité moindre. La décote actuelle du secteur intègre toutes ces incertitudes. Les prévisions de bénéfices pour les années à venir n'induisent qu'un retour sur fonds propres voisin de 10 %. Si cette décote semble apparemment attractive, elle peut perdurer si le coût du risque et la médiocre qualité des fondamentaux demeurent. C'est précisément le sort du secteur des télécoms rentré en purgatoire dans les années 2000, et chroniquement sous-performant depuis.



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.