

Stratégie d'investissement

2011 s'ouvre sur une note favorable pour les marchés dans leur ensemble, avec toutefois sur janvier, une franche redistribution des contributions des divers secteurs et classes d'actifs à la performance des portefeuilles. Si ce constat est globalement conforme à nos attentes, il intègre quelques surprises, en particulier dans le timing des événements.

- **La croissance américaine au 4^e trimestre est en ligne** avec nos projections, au demeurant modérées, mais sa décomposition est porteuse d'espoir tant en raison du rythme de la consommation, du retour à meilleure fortune sur la contribution de l'investissement résidentiel que du potentiel futur induit par celle des stocks. Les enquêtes récentes valident en outre une probable accélération. Cette phase de reprise s'accompagne de signaux rassurants tant sur le déflateur du PIB que sur le coût de l'emploi, ce qui écarte l'imminence d'une menace de resserrement monétaire côté FED.
- **La donne monétaire européenne** s'est en revanche **significativement modifiée** sous l'impulsion de J.C.Trichet et à la perspective d'un pic d'inflation au printemps. Nous en commentons les effets sur la courbe des taux en dernière page de cette lettre. La tonalité résolument plus ferme du Président de la BCE n'est sans doute pas le prélude à un relèvement immédiat des taux... mais l'échéance s'est rapprochée et le taux court sans risque est désormais au dessus de 1 %. Le retour précoce du débat sur la normalisation monétaire en zone euro a clairement surpris les opérateurs jusqu'alors principalement préoccupés par le stress périphérique.
- De même, dans les grands pays émergents en forte croissance, **le tempo des mesures anti-inflation s'accélère** avec un cortège de mesures en Chine (taxes immobilières, ratios des banques, taux de réserves, taux directeurs), et une accélération marquée du rythme de relèvement des taux courts en Inde ou au Brésil. Ceci est nécessaire pour maintenir ces poids lourds de la croissance mondiale sur la voie d'un développement sain, mais les bourses locales accusent le coup et craignent l'erreur de dosage !

- L'une des meilleures surprises de ce début d'année vient paradoxalement de la zone euro ! Non pas sur l'économie des pays les plus faibles toujours à la peine, mais sur les espoirs d'une issue à la problématique de résorption des **dettes publiques périphériques**, alors que les agences de notation mettent la pression sur le Japon et les États-Unis pour les encourager à remettre de l'ordre dans leurs finances publiques. Plusieurs facteurs convergents concourent à cette **accalmie européenne** : l'assouplissement du ton d'Angela Merkel, le financement inaugural réussi pour l'EFSF, les premières adjudications de l'année déroulées sans drame sous la surveillance bienveillante de la BCE, la volonté de l'Espagne de réformer et assainir un système bancaire exsangue... A énumérer ainsi les chantiers en cours, on mesure à quel point la route est encore longue ! Les marchés obligataires, circonspects, ont marqué leur soulagement sur la partie courte des courbes uniquement, et continué à matérialiser leurs doutes sur les échéances longues.
- Enfin, et cette fois à la surprise générale, l'embrasement de la Tunisie puis de l'Egypte, réveille les craintes de déstabilisation de toute une zone en fort développement, provoque des tensions supplémentaires sur les **prix du pétrole**, met potentiellement en péril la stabilité et la paix au Moyen-Orient, et accroît l'inquiétude générale sur le risque d'atterrissage brutal de certaines économies pénalisées par le coût de l'énergie.

Les marchés appréhendent ces surprises, bonnes ou mauvaises, avec mesure, ce qui conforte notre allocation d'actif telle que présentée début janvier. Toutefois, La conjonction de ces divers facteurs, associée à la bonne performance des bourses occidentales, Europe en tête, en ce mois de janvier, nous incite à **une certaine prudence tactique** qui se concrétise par quelques prises de profits sur les actions, de préférence émergentes, la poursuite du renforcement de la sensibilité de nos poches obligataires, et la réinsertion dans nos allocations d'une dose de volatilité. Cela ne change pas notre **vision de moyen terme qui reste favorable aux classes d'actifs risqués**.

L'activité économique mondiale s'est renforcée au cours des derniers mois et **l'année 2011 commence sur un rythme soutenu**. En décembre, la production mondiale d'acier a encore progressé fortement et de façon générale les enquêtes de conjoncture sont orientées favorablement.

Aux Etats-Unis, les indices des directeurs d'achat industriels et les ventes au détail sont en hausse.

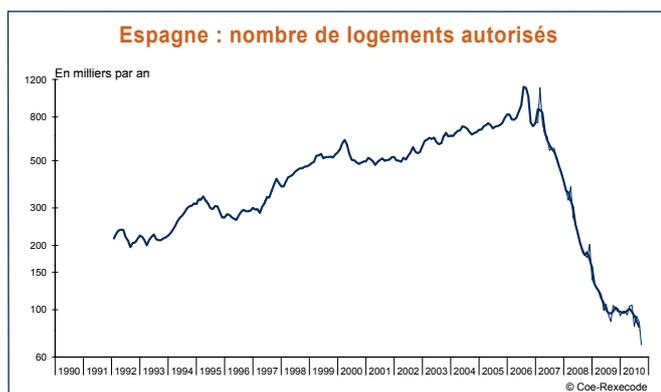
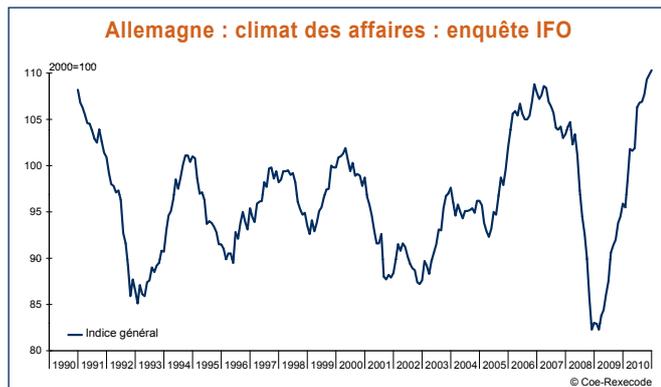
Les premiers comptes trimestriels disponibles évaluent la croissance américaine au dernier trimestre 2010 à 3,2 % en rythme annualisé. C'est un peu plus que la tendance moyenne passée des Etats-Unis, mais c'est encore relativement peu pour une période de reprise économique, ce qui semble donner raison aux sceptiques et notamment aux analyses très prudentes de la Réserve fédérale. On rappelle qu'après la récession de 1975, la croissance américaine avait été de 5,4 % en 1976, 4,6 % en 1977 et 5,6 % en 1978. Après la récession de 1982, la croissance américaine avait été de 4,5 % en 1983, 7,2 % en 1984 et 4,1 % en 1985. Nous en sommes loin. Le point noir reste toujours le secteur de la construction. Si les permis

de construire ont légèrement rebondi, les prix de l'immobilier stagnent ou ont même un peu rechuté. Ils sont sans doute perturbés par la fin de mesures de soutien au logement, mais le fait est que les stocks de logements à vendre restent élevés et continuent de peser sur les prix et sur les mises en chantier. Deux facteurs favorables nouveaux sont le rebond des ventes de logements neufs et anciens et surtout le recul des taux de défaut sur les prêts hypothécaires.

La conjoncture de la zone euro prise globalement continue de s'améliorer, plus nettement dans l'industrie que dans les secteurs de services.

Elle est entraînée par l'Allemagne où les indicateurs de conjoncture sont au zénith, aussi haut pour l'indice de l'institut Ifo qu'au moment de la réunification. Il est probable que les baromètres n'ont pas aujourd'hui la même signification qu'il y a vingt ans. Après la réunification, la croissance allemande avait été de 5,7 % en 1990 et de 5,1 % en 1991 ce qui n'est certainement pas le cas actuellement, mais il n'est pas douteux que la conjoncture allemande est aujourd'hui à un niveau élevé. La France et l'Italie suivent le rebond à un rythme nettement moindre. L'Espagne est probablement toujours en récession, les effets de l'effondrement du logement se poursuivant et se cumulant avec l'effet des mesures d'austérité. **Les écarts de conjoncture s'ajoutent aux divergences des déficits publics pour maintenir une forte dispersion des taux d'intérêt** en Europe. Hors zone euro, le Royaume-Uni vient de renouer au quatrième trimestre avec une croissance légèrement négative, sans qu'il faille considérer le résultat d'un seul trimestre comme significatif d'une tendance.

Le contraste est saisissant entre des indicateurs allemands à leur plus haut historique et l'effondrement de la construction de logements en Espagne (une division par dix en quatre ans !) qui a entraîné une récession durable et une forte hausse du chômage.



La réaccélération mondiale doit aussi beaucoup à l'Asie émergente et plus particulièrement à la Chine où la forte distribution de crédits et de salaires a relancé la demande finale. Le problème est qu'elle a aussi relancé la demande mondiale de produits de base. **Les prix du pétrole et surtout des matières premières alimentaires et industrielles se sont encore tendus et la hausse commence à se transmettre aux prix à la consommation** dans l'ensemble des pays consommateurs. L'économie mondiale est, et reste, dans une période de reconstruction progressive des mécanismes de croissance mais elle entre peut-être aussi dans une phase nouvelle d'interrogation sur l'inflation voire des taux d'intérêt. L'année 2011 peut s'avérer riche en surprises

Perspectives économiques

Notre scénario macroéconomique pour 2011 reste caractérisé par une croissance économique encore moyenne mais que nous estimons solide. **Nous relevons même nos perspectives de croissance pour les Etats-Unis à 3 % et pour l'Europe (zone euro) à près de 2 %.** Le diagnostic central est inchangé. La période du rebond de sortie de récession est terminée. Avec la fin des plans de relance et du déstockage, cette période a débouché au milieu de l'année dernière sur une pause temporaire de la croissance industrielle. La pause a maintenant pris fin et l'économie retrouve une tendance moyenne qui la conduira à terme à la reprise.

Après avoir fortement secoué l'Europe, le débat sur les déficits publics monte en intensité aux Etats-Unis. Le discours du Président Obama sur l'Etat de l'Union montre que **la question des finances publiques américaines reste entière.** Le Congressional Budget Office a évalué à 1.480 milliards de dollars le déficit fédéral pour l'exercice budgétaire 2001, soit 9,8 % du PIB après 8,9 % pour 2010 et 10 % pour 2009. L'inflexion du déficit reste modeste et la dette fédérale continue à s'alourdir au rythme de 8 à 9 points de PIB par an. La dette fédérale bute sur sa limite légale de 14 300 milliards de dollars. La levée de l'obstacle ne fait pas de doute mais elle donne aux Républicains l'occasion de réclamer des coupes budgétaires.

L'autre interrogation majeure concerne la perspective de retour de l'inflation. Les rythmes de hausse des prix à la consommation sur les trois derniers mois connus ont été de près de 4 % l'an pour la zone euro, et un peu plus au Royaume-Uni, de 9 % à 11 % l'an au Brésil, en Inde et en Chine. Seuls les Etats-Unis semblent échapper à cette poussée de hausse qui s'explique par l'envolée des prix des produits de base. Il ne s'agit pour l'instant que d'inflation importée. La question de la transmission aux salaires se pose dans des termes très diffé-

rents, presque opposés, dans les pays développés et dans les pays émergents. **Dans les pays émergents, le risque d'inflation est réel** car le rythme d'activité est très élevé, ce qui est propice aux hausses de salaire. Dans les pays développés, le niveau élevé du chômage semble exclure la perspective d'un dérapage salarial et tout mécanisme inflationniste. "La poussée actuelle de l'inflation est temporaire et la hausse des prix ralentira l'année prochaine" a déclaré récemment Mervyn King, gouverneur de la Banque d'Angleterre. La vision de la BCE est plus complexe car le taux d'inflation a dépassé et va durablement dépasser largement l'objectif permanent et affiché de 2 %. Par ailleurs la BCE souhaiterait se dégager rapidement du piège des rachats de dette publique. **Nous estimons que le risque d'inflation en Europe est très faible. On constate même un quasi arrêt des hausses salariales** dans plusieurs pays et une baisse du salaire réel. C'est en fait un autre risque qui se profile. La hausse des prix des produits de base depuis dix-huit mois constitue un prélèvement de pouvoir d'achat sur les pays consommateurs de l'ordre de un demi à un point de PIB et ce prélèvement fragilise et bridera le rebond d'activité.

Le mouvement des actions a épousé les inflexions de l'activité mondiale au cours des derniers trimestres. Ces cours sont aujourd'hui portés par le renforcement du rythme d'activité et par le recul des indicateurs de risque économique et de volatilité. Après les fusions, ce sont les acquisitions avec effet de levier (LBO) qui sont en hausse, et un retour des introductions en bourse s'amorce. Les événements récents dans les pays du sud de la Méditerranée créent cependant à court terme une situation d'incertitude. Il est bien trop tôt pour tenter d'en apprécier les conséquences, qui peuvent être aussi bien la montée d'inquiétudes géopolitiques et de ruptures financières qu'une situation nouvelle beaucoup plus favorable pour une région de près de 200 millions d'habitants.

2010 et scénario de référence 2011

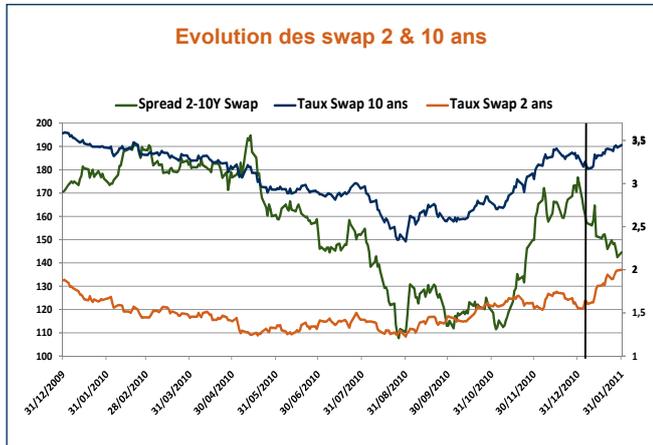
		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,9	3,0
	Zone euro	1,7	2,0
Taux d'inflation*	Etats-Unis	1,6	2,2
	Zone euro	1,6	2,5
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,50
	BCE	1,00	1,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,30	4,00
	OAT	3,35	4,00

Nous remontons sensiblement nos perspectives de croissance et de hausse des prix pour 2011. Les taux d'intérêt resteraient bas en l'absence de réelle inflation.

*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Décryptage des marchés

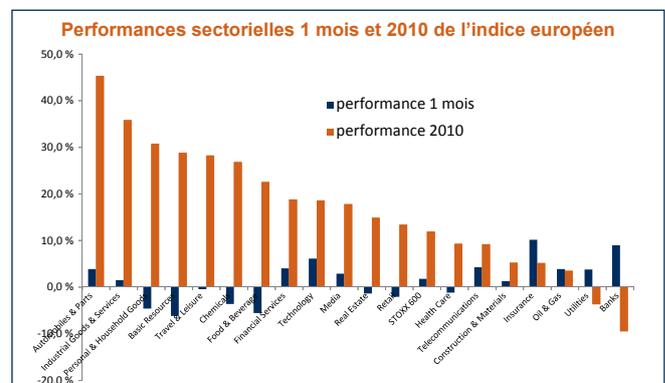
Marchés de taux



Le débat est lancé sur le timing de la normalisation monétaire en zone euro ! Amorcé par le Président de la banque centrale lui-même, il a pris les marchés de court, provoqué des ajustements marqués de la courbe des taux pour se traduire au final par un mouvement de forte amplitude sur les échéances courtes et sur l'euro. L'impulsion donnée par J.C. Trichet s'explique par le franchissement des indices d'inflation européens de la cible des 2 %, accompagné de signaux macro-économiques meilleurs, elle a depuis été tempérée par d'autres membres de la BCE, et par son Président lui-même, qui souffle ainsi le chaud et le froid. A cela s'ajoute le retard des banques dans la constitution de leurs réserves, qui accroît les tensions sur la liquidité. La courbe des swaps EONIA intègre désormais l'anticipation d'une première hausse de la BCE en septembre 2011, au lieu de juin 2012 il y a un mois ! Le taux swap 2 ans s'est tendu de plus de 40bp depuis fin 2010 pour avoisiner 2 % et la dette gouvernementale allemande a atteint quasiment 1,50 %, à 70bp au-dessus de son niveau de fin d'année. Dans le même temps, le taux swap 10 ans n'a grimpé que de 12bp, la conjonction des deux provoquant un fort aplatissement de la courbe. Si ces mouvements s'inscrivent dans une tendance à laquelle nous souscrivons, nous envisageons toutefois à court terme un dégonflement des anticipations monétaires et un essoufflement, voire une correction, de cet aplatissement. La partie moyen terme de la courbe européenne retrouve ainsi à notre sens un peu de valeur.

Marchés actions

Outre la hausse des indices, on retiendra de ce mois de janvier l'amorce d'une rotation sectorielle historiquement marquée. L'adage "les premiers seront les derniers" s'applique quasi intégralement aux secteurs comme aux zones géographiques. Le mouvement de rattrapage au bénéfice des perdants de 2010 s'explique en partie par l'embellie sur les dettes périphériques qui favorise le rebond des financières, tandis que la hausse du prix du pétrole profite aux groupes pétroliers et aux Utilities. Mais il convient surtout de souligner le sentiment de méfiance à l'égard des secteurs les plus connotés émergents. Les inquiétudes sont multiples : pressions inflationnistes et resserrement monétaire induit, craintes de surchauffe notamment en Chine, bases de comparaison plus difficiles et mouvement sur les changes. Le recul des valeurs du luxe et plus généralement des biens de consommation en est la parfaite illustration. Cette rotation s'est faite en dépit d'une saison de résultats prometteuse : La corrélation négative entre performances sectorielles et révisions des résultats est emblématique de cette tendance. Notre opinion est que celle-ci ne peut être que temporaire : En effet, les modifications structurelles des modes de consommation et les grands travaux engagés par les zones émergentes ne vont pas cesser brutalement ; les fondamentaux de moyen et long terme des secteurs qui y sont associés ne sont pas remis en cause. Enfin, le secteur bancaire a repris presque la moitié de sa sous-performance relative et ne laisse pas apparaître de décote excessive au regard des ROE plus raisonnables désormais attendus par le marché. En revanche, cette redistribution de la donne met en lumière un certain nombre de secteurs dont les valorisations ne reflètent plus les perspectives de croissance. Nous profitons de ce mouvement de désaffectation temporaire pour les renforcer en portefeuille.



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.