Orientations et Stratégie n°111

Lettre mensuelle de UFG-LFP | Mars 2011 - Achevée de rédiger le 04 | 03 | 2011

Stratégie d'investissement

Après un très beau rallye de début d'année, le mois de février s'achève dans **une ambiance nettement plus nerveuse.** S'agit-il d'une pause salutaire après 3 mois d'excellentes performances sur les actifs risqués, ou plutôt du prélude à une phase de franche consolidation, voire de retournement ? Les marchés sont fortement conditionnés par les troubles au Moyen-Orient, mais les catalyseurs qui alimentent ce stress sont à notre sens multiples :

- Au centre des préoccupations tout d'abord, la peur d'une rupture d'approvisionnement en pétrole et **l'explosion** corollaire du **prix du Brent** qui, si elle se poursuivait, hypothéquerait la croissance mondiale en impactant fortement des zones qui y sont très sensibles. Si le prix du pétrole nous semble intégrer, sur ses plus hauts récents, un risque d'extension de la crise, son envolée reste toutefois plus modérée que lors des précédents chocs pétroliers. Les bourses ont, de leur côté, amorcé une consolidation très modeste qui témoigne de leur solidité. Il est évidemment difficile de prévoir l'issue de ces tensions géopolitiques, mais dans l'hypothèse où elles se normalisent, nous continuons à penser que la croissance mondiale 2011 n'est pas gravement menacée. Les marchés ont toutefois en mémoire les épisodes des années 1973, 1979, 2000 ou 2008 au cours desquelles la conjonction d'une forte activité et d'un pic sur les prix de l'énergie n'a pas été heureuse pour les bourses… la nervosité va donc rester de mise.
- La hausse rapide du prix des matières premières est également un souci pour la plupart de **nos banquiers centraux,** à l'exception notoire de la FED ! Elles craignent pour leur **crédibilité** car les marchés pourraient s'émouvoir de trop de laxisme, même si l'hypothèse d'une véritable spirale inflationniste est peu probable, en particulier en Europe. Cette inquiétude pourrait les conduire à resserrer prématurément leurs politiques monétaires, avec toutes les conséquences prévisibles sur les courbes de taux et sur les classes d'actifs risquées des zones concernées, dans le sillage du mouvement amorcé sur les bourses émergentes.
- Enfin, en zone euro, le mois de mars s'annonce chargé : le choc politique des élections irlandaises ouvre la voie à une renégociation du plan d'aide mais le ton allemand se durcit après le désaveu électoral d'Angela Merkel dans la région de Hambourg. Le Portugal de son côté voit ses rendements désespérément accrochés bien au-delà de 7 % sans que la BCE n'intervienne pour les ramener à un niveau plus soutenable. A la veille des échéances cruciales pour la zone euro des sommets des 11 et 24-25 mars, la pression politique est donc forte, et les marchés testent à nouveau **l'aptitude des décideurs européens à traiter efficacement le fameux "Grand Bargain"…**

On le voit, si les **fondamentaux** macro et micro-économiques restent **d'excellente qualité,** les **facteurs de volatilité** sont nombreux, et notre stratégie d'investissement s'adapte à cette nouvelle phase. La **gestion tactique** des expositions actions devient **plus réactive** via l'utilisation de futures, et notre niveau global de risque a été abaissé. La sélection des valeurs prend plus que jamais en compte le "pricing power" des entreprises, nous commentons ce point en dernière page.

Sur le plan géographique, la performance relative zones émergentes/pays développés sur les 3 derniers mois interpelle ! Nous pensons toutefois qu'il est prématuré d'opérer une réallocation substantielle au profit des émergents et visons plutôt, compte-tenu de la donne prix/politique monétaire, un horizon fin du premier semestre pour opérer cette rotation. En attendant, nous conservons notre **préférence pour le marché américain.**

Notre augmentation de la sensibilité des poches obligataires s'est avérée pertinente, les **taux longs** "core" ayant, dans les phases récentes de stress, parfaitement joué leur rôle de **valeurs refuges.** Là aussi, la mobilité s'impose, et certains profits méritent d'être captés sur la partie longue des courbes en particulier. Nous maintenons notre **préférence pour les indexées,** même après leur excellent parcours récent (voir notre focus en dernière page). Enfin, si l'or et certaines devises (FS, Yen) s'avèrent de bons choix refuges, le dollar devrait continuer à se déprécier face à l'euro, sauf crise majeure sur la dette européenne, sous le double effet d'anticipations monétaires qui lui sont pour l'instant défavorables, et de la flambée du prix du baril qui lui est historiquement inversement corrélé.

UFG-LFP est une marque de GROUPE UFG-LFP - 173, bd Haussmann 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS - www.ufg-lfp.com

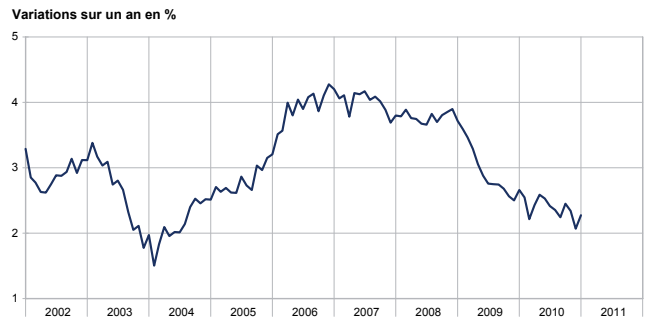
Conjoncture

Les tendances de l'activité économique mondiale se maintiennent sur un rythme très soutenu depuis le début de l'année. Dans les pays développés, les enquêtes de conjoncture suggèrent que la croissance s'installe sans créer de tensions d'origine interne, ce n'est pas le cas dans les pays émergents.

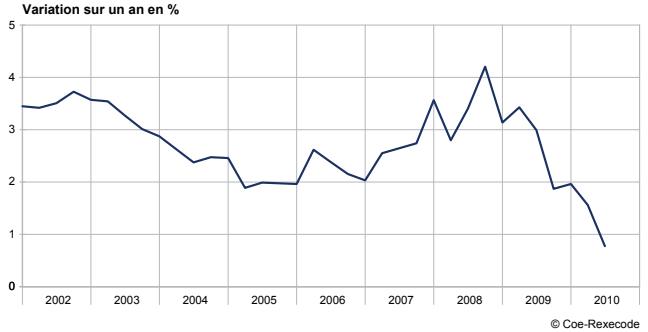
Dans la zone euro, la production industrielle poursuit son rebond amorcé au printemps 2009 au rythme annuel de 8 % l'an. Les soldes d'opinion sur les perspectives de production industrielle et l'indice du climat des affaires dans l'industrie sont remontés vers leurs sommets de 2000 ou 2007. Les opinions sur les carnets de commandes sont un peu moins élevées mais en très nette amélioration. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est légèrement au-dessous de sa moyenne passée (82,1 %). Les points d'interrogation concernent la consommation et la construction de logements. Après un net rebond de l'automne 2009 à l'automne 2010, le volume des ventes au détail piétine et s'est même replié au dernier trimestre 2010. Ce repli ne nous semble pas au stade actuel l'amorce d'un retournement mais plutôt la contrepartie des achats d'automobiles très élevés de la fin de l'année, avant la disparition des mesures de "primes à la casse". Un rebond des ventes au détail devrait donc intervenir avec la rechute des achats d'automobiles.

Les graphiques ci-dessous montrent que la hausse des salaires tend plutôt à ralentir dans les pays développés.

Gains horaires moyens aux Etats-Unis
(secteur privé non agricole - ouvriers)



Coût horaire de la main d'œuvre dans la zone euro
Ensemble de l'économie hors services non marchands



Mais il faut voir plus loin et prendre en compte les effets probables de la poussée des prix des produits de base. Quelles que soient les perspectives économiques et géopolitiques, les hausses de prix déjà constatées se traduisent par une accélération des prix des importations qui se répercute sur les prix à la production et les prix à la consommation. Le rythme instantané (sur trois mois) de l'inflation globale moyenne dans la zone euro atteint 4 % en rythme annualisé. La hausse des revenus nominaux ne suit pas, et tend même à ralentir (graphiques ci-contre). **Ce décalage écarte tout risque d'inflation. Il a plutôt pour contrepartie immédiate une baisse du pouvoir d'achat, ce qui bridera la consommation des ménages.** L'indice moyen de confiance des consommateurs dans la zone euro est remonté à sa moyenne passée. Il a cessé de s'améliorer depuis quelques mois. En résumé, la conjoncture de la zone euro est dans l'ensemble satisfaisante mais le prélèvement de pouvoir d'achat opéré par les prix de l'énergie et des matières premières limitera les capacités d'expansion au cours des prochains mois.

Un mécanisme analogue concernera l'ensemble des pays importateurs de produits de base, au premier rang desquels les Etats-Unis. Pour l'instant, le rebond américain est plus vigoureux que le rebond européen. Les indices des directeurs d'achat (indices ISM) sont à des sommets historiques, les ventes au détail augmentent et la reprise du crédit à la consommation constitue un facteur favorable. Les permis de construire et les mises en chantiers de logements restent en revanche toujours déprimés. La dette des ménages rapportée au PIB a amorcé une décrue il est vrai encore modeste et les taux de défaut sur les prêts hypothécaires reculent. Au total, la croissance américaine est depuis quelques trimestres supérieure à la croissance européenne d'environ un point. Il est probable qu'elle le restera et l'on peut même envisager de bonnes surprises en 2011 aux Etats-Unis.

Les pays émergents importateurs nets de produits de base subissent aussi les effets des hausses des cours mondiaux. Le premier effet est l'accélération des hausses des prix à la consommation. Le second est la nécessité de politiques de "refroidissement". La Chine a notamment abaissé ses perspectives de croissance à cinq ans, mais pour l'instant les signes de ralentissement restent modestes.

Perspectives économiques

Notre vision de la croissance mondiale est la poursuite d'une croissance modérée, avec plutôt en 2011-2012 un ralentissement des zones émergentes d'Asie et un rééquilibrage entre pays développés et pays émergents. **Plusieurs aléas risquent cependant de se présenter au cours de cette année.**

Le premier concerne les prix du pétrole. Les perspectives à court terme du prix du pétrole sont assez largement liées au taux et à la structure de la croissance mondiale et aux facteurs géopolitiques. Nos perspectives de croissance n'impliquent pas en elles-mêmes un prix du pétrole supérieur à 90 dollars. **A très court terme, ce sont les inquiétudes géopolitiques (et les effets spéculatifs) qui dominent.** Actuellement, à la différence de 2008, il n'y a pas de menace de pénurie de l'offre. L'Arabie Saoudite s'est déclarée prête à alimenter le marché si nécessaire en mobilisant ses capacités excédentaires disponibles (3,5 millions de barils par jour sur 4,7 millions pour l'ensemble de l'OPEP). Les exportations libyennes sont un peu inférieures à 1,5 million de barils par jour, celles de l'Algérie de l'ordre de 2 millions de barils par jour. Le risque de manquer de pétrole à court terme paraît faible et l'on peut même imaginer des scénarios de rechute du prix du brut dans la zone cible de l'OPEP de 70 à 80 dollars si la croissance économique se modère effectivement en Chine et si la crise des pays du sud-méditerranée trouve une issue favorable. D'autres scénarios sont évidemment possibles en cas de perturbation grave des approvisionnements. Aucun pronostic géopolitique assuré ne peut être aujourd'hui avancé.

Pour ce qui concerne le risque associé aux dettes publiques européennes, **le programme de rétablissement des finances publiques se met en place à peu près dans les conditions prévues.** La question de l'acceptabilité sociale des mesures reste incertaine dans un pays comme la Grèce qui en est à sa troisième année de forte récession. En Irlande, qui a aussi connu trois ans de récession et un recul du PIB de plus de 10 %, le nouveau gouvernement a été élu avec la ferme intention de renégocier l'accord de sauvetage avec l'Union Européenne, notamment sur la question de la contribution à imposer aux titulaires de dette senior. L'Union Européenne y est opposée par crainte d'un risque systémique. C'est plutôt sur les taux des prêts que la discussion pourrait porter. Il faut reconnaître que **le niveau élevé des taux d'intérêt demandés par l'Europe et le Fonds Monétaire International aux pays en difficulté ne facilitent pas leur rétablissement.** De plus en plus d'économistes dénoncent le fait que des taux élevés compliquent le problème plus qu'ils ne le résolvent en accentuant la menace d'insolvabilité et le risque systémique. Ces arguments sont pertinents. Il est probable que **de nouveaux ajustements devront donc être opérés dans les prochains trimestres** et que des tensions peuvent réapparaître périodiquement en 2011.

Pour ce qui est enfin des taux d'intérêt, les marchés anticipent la sortie prochaine des politiques de taux très bas et guettent les moindres déclarations des autorités monétaires. **Une évolution lente des rapports de force est amorcée au sein des collèges des Banques centrales,** tant à la BCE et au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis où le Président de la Fed de Philadelphie, membre votant du FOMC, pourrait s'opposer à la poursuite du programme d'achat de titres de la Réserve Fédérale si l'amélioration de la conjoncture américaine se confirme.

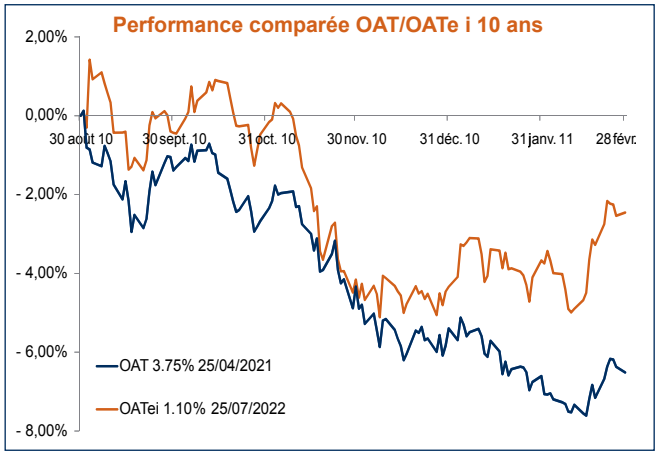
Nous ne modifions pas nos perspectives économiques

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	1,75
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,30	4,00
	OAT	3,35	4,00

*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Décryptage des marchés

Marchés de taux



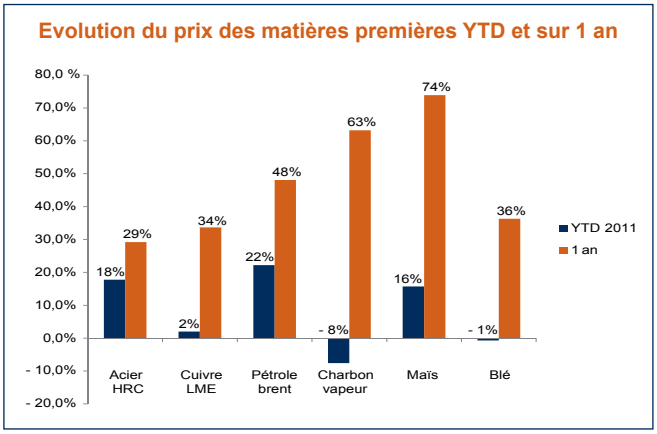
Dans notre lettre parue le 6 janvier nous écrivions : "rares sont les périodes où les arguments en faveur d'une revalorisation des indexés par une hausse des points morts d'inflation ont été aussi convergents". Force est de constater, deux mois plus tard, que ces facteurs favorables aux indexés ont effectivement fonctionné à plein, et que les fondamentaux macro-économiques ont largement contribué à l'excellente résistance des indexées dans le sell-off obligataire récent (cf. graphe ci-dessus). Cette surperformance des titres indexés par rapport aux obligations classiques (de l'ordre de 4 % depuis début décembre sur une obligation à 10 ans !) peut-elle se poursuivre, ou doit-on craindre une inversion de tendance ? Pour notre part, nous pensons que si le contexte géopolitique international est de nature à renforcer la dynamique positive des titres indexés, le changement de ton de la BCE et la désormais attendue hausse de taux directeurs en zone euro, sont de nature à créer plus de volatilité sur les anticipations d'inflation. Nous restons cependant favorables aux titres indexés jusqu'à l'été, les tensions sur les matières premières agricoles et la prime de risque sur le pétrole risquant de perdurer encore quelques mois. Car si la BCE peut aujourd'hui argumenter aisément autour de cette perspective de hausse des taux, en raison de leur niveau extrêmement accommodant et d'indicateurs économiques globalement très bien orientés, sa tâche sera plus ardue au fil du temps. Sa politique sera en effet plus difficile à justifier et à mettre en œuvre si, dans la durée, la hausse des matières premières menace la croissance tout en créant quelques effets de second tour tant redoutés sur les prix... Le choix sera alors cornélien !

Marchés actions

Ce début d'année 2011 se caractérise par une hausse des matières premières, qu'elles soient industrielles (acier HRC : + 18 %), énergétiques (pétrole Brent : + 22 %) ou agricoles (maïs : + 16 %).

Dans ce contexte inflationniste, les niveaux de marges des sociétés consommatrices de matières premières dépendent de leur capacité/rapidité à répercuter ces hausses de coûts à leurs clients. Au sein des secteurs boursiers, les sociétés de consommation, biens & services industriels, chimie, et matériaux de construction apparaissent comme les plus concernées. A cet effet, quelques sociétés ont indiqué lors des publications du T4 n'avoir pu passer à temps ces hausses de prix, et affiché un impact négatif immédiat sur leurs marges : SKF (fabricant de roulements à billes) ou Reckitt Benckiser (produits ménagers) impactés par la hausse des coûts de production, Electrolux contraint à augmenter ses prix ou Givaudan (arômes et parfums) qui ne pourra répercuter la hausse des coûts qu'avec retard.

Compte tenu du cycle de production, nous envisageons un effet plus décalé dans le temps sur l'ensemble des fabricants, les effets négatifs potentiels sur les marges devant se faire sentir lors des trimestres à venir. Les secteurs pénalisés seront selon nous ceux affichant le "pricing power" le plus faible : matériaux de construction (hausse des coûts énergétiques), voyages et loisirs (hausse du prix du carburant). En l'absence d'une rechute de l'activité mondiale, les biens & services industriels ainsi que les sociétés de consommation à forte image de marque devraient pouvoir répercuter ces hausses. Par ailleurs, les niveaux de valorisation modérés de ces secteurs constituent une marge de sécurité pour l'investisseur.



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.

UFG-LFP est une marque de GROUPE UFG-LFP - 173, bd Haussmann 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS - www.ufg-lfp.com

XX0861 - Mars 2011 - Service Communication de UFG-LFP. Rédaction Michel Didier et Pascale Auclair. Conception graphique et impression UFG-LFP