

Regard sur les marchés

Le mois de mars rompt avec la tendance favorable qui portait les marchés depuis le 4^e trimestre 2010, et en ce début de printemps, les investisseurs hésitent entre un optimisme fondé sur la qualité présente des fondamentaux et l'inquiétude face au risque de dégradation de la conjoncture, sous l'influence conjointe de risques exogènes qui s'accumulent depuis plusieurs semaines. Le choc japonais a été le catalyseur de cette rupture. A court terme, il va certainement remettre temporairement en question la bonne dynamique de l'économie locale depuis 2010, impacter les partenaires commerciaux du Japon et perturber la chaîne de production de certains secteurs où le Japon est un maillon crucial. Mais avec le recul et l'expérience acquise lors des précédents épisodes sismiques, on sait qu'au delà des perturbations de court terme, les tendances de fond de l'économie mondiale ne seront pas bouleversées.

Les autres facteurs de trouble étaient d'ores et déjà présents dans les marchés début mars, ils se sont juste accentués. Sous l'effet de l'extension des crises géopolitiques à l'ensemble de l'Afrique du Nord et à une large part du Moyen Orient, le prix du pétrole reste sous pression et s'affiche à près de 60 % de hausse sur les 6 derniers mois... avec l'effet inéluctable, à terme, sur la croissance des pays consommateurs.

De plus, la superposition des événements géopolitiques et de la donne macro-économique locale, conduit les grandes banques centrales mondiales à opter pour des politiques monétaires diamétralement opposées. Celles des pays émergents concernées par de fortes tensions inflationnistes n'ont rien changé au rythme de leur resserrement monétaire, la BCE non plus qui confirme de discours en discours l'imminence d'un premier geste vers la normalisation, tandis que la FED persiste au contraire dans une rhétorique passablement accommodante. La BOJ enfin, est contrainte par l'actualité à associer injections de liquidités et politique de taux 0. Cette divergence des politiques monétaires, si elle s'entend bien dans l'immédiat, ne peut qu'être facteur de troubles à plus long terme sur la sphère financière en général et les changes en particulier.

Enfin, le stress sur les dettes périphériques, s'il bénéficie des avancées politiques des sommets européens du mois de mars, n'en reste pas moins très sensible pour les pays les plus fragiles comme l'Irlande et le Portugal, où l'on voit que l'ambition des plans de rigueur se heurte aujourd'hui à la précarité politique des gouvernements promoteurs.

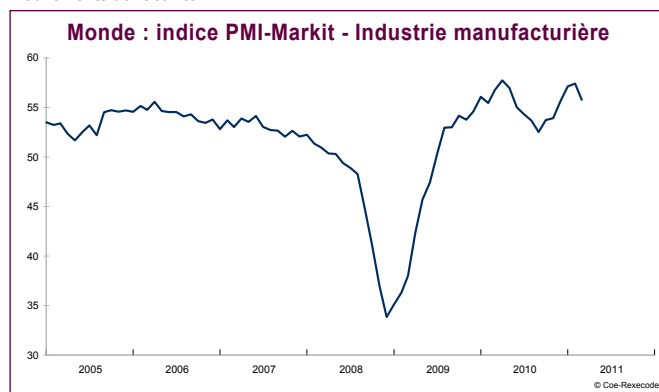
Mais qu'importe ! Si la dynamique positive qui prévalait sur les marchés semble s'éteindre, la consolidation observée est au final ténue et les investisseurs n'intègrent pas pour l'instant une forte probabilité de concrétisation des risques extrêmes. Ils ont au contraire choisi une lecture positive, confortée par plusieurs vecteurs de confiance, tout au moins à court terme :

- Ils retiennent ainsi que l'Europe est désormais dotée des moyens nécessaires et suffisants pour surmonter une potentielle crise sur ses dettes gouvernementales d'ici à 2013, et qu'au delà de cette échéance, les compromis indispensables à l'adhésion de l'Allemagne ont été obtenus pour assurer une éventuelle restructuration ordonnée.
- Ils constatent que la croissance mondiale est robuste, comme nous le développons en pages centrales de cette Lettre, et minorent le risque de ponction de pouvoir d'achat induit par la dynamique des matières premières.
- Enfin les opérateurs assistent à de nouvelles injections massives de liquidités : depuis le 10 mars la BOJ a déversé l'équivalent de plus de 250Mds\$ sur les marchés de capitaux, et accru le montant des actifs à son bilan. Une partie de ces flux sera drainée pour la reconstruction du pays ou participera au soutien de la bourse locale, mais l'analyse des statistiques disponibles montre d'ores et déjà qu'une part substantielle se déverse vers d'autres actifs internationaux, dettes ou devises... Concomitamment, la base monétaire américaine atteint de nouveaux sommets en étroite corrélation avec le rallye des 6 derniers mois sur le S&P500. L'adage boursier selon lequel il est vain de jouer contre les banques centrales, s'avère une fois de plus !

La plupart des indicateurs publiés depuis notre dernière lettre (tous antérieurs au tremblement de terre du 11 mars dernier au Japon) reflètent un rythme élevé de la croissance mondiale au début 2011. **L'activité économique, qui s'était un peu tassée au milieu 2010, a réaccélééré depuis l'automne dernier et se maintient sur une tendance de plus de 8 % l'an pour la production industrielle mondiale** et plus de 4 % pour le PIB mondial. Ce sont des taux similaires à ceux des années de forte expansion mondiale de 2005 à 2007.

L'économie américaine semble entrer de plus en plus dans un mécanisme classique de reprise économique, aidée par la baisse du dollar. En taux de change effectif réel, taux de change moyen pondéré contre l'ensemble des partenaires commerciaux et corrigé des écarts d'inflation, **le dollar est tombé au-dessous de son point bas du début 2008**. La consommation des ménages américains est soutenue par le retour des créations d'emploi et par la reprise du crédit à la consommation. Le point noir reste le secteur du logement,

L'indice des directeurs d'achat au niveau mondial est à un niveau élevé, avec toutefois un léger recul récent avant même les événements du Japon. Le prix du pétrole suit les mouvements de l'activité.



qui ne représente rappelons-le, que 2 % du PIB. Les prix de l'immobilier continuent de stagner, voire de baisser, les demandes de permis de construire (de l'ordre de 600 000 par an) ne donnent aucun signe de reprise et les constructions de logements neufs sont tombées à moins de 300 000 par an. La stagnation de la construction de logement n'empêche pas que les indices des directeurs d'achat ont retrouvé des niveaux très élevés dans l'industrie comme dans les activités de services.

La zone euro est aussi en phase de rebond conjoncturel, plus récent et surtout moins marqué qu'aux Etats-Unis. L'industrie bénéficie clairement de l'expansion du commerce mondial, un peu amortie au niveau des exportations par la remontée récente de l'euro. L'activité dans les secteurs de services s'est aussi sensiblement redressée tout en restant encore hésitante. Au total, la consommation intérieure est peu dynamique. La France présentait à cet égard une singularité en Europe à la fin 2010 avec une forte progression de la consommation des ménages, sans doute pour des raisons temporaires, fin de la "prime à la casse" automobile et baisse du taux d'épargne. Comme en 2003, la finalisation d'une étape importante de la réforme des retraites a été suivie d'une baisse du taux d'épargne qui traduit probablement la sortie d'une période d'incertitudes.

La forte croissance mondiale est la principale cause de la poussée des prix du pétrole et de la quasi-totalité des matières premières. Le prix du pétrole est proche de 115 dollars par baril de Brent. Le prix moyen de 2010 était de 80 dollars, ce qui donne au stade actuel une hausse de 44 % par rapport à la moyenne de 2010. Sur les mêmes bases de comparaison (niveau actuel rapporté à la moyenne 2010), la hausse en dollars a été de 24 % pour les métaux communs, 35 % pour les matières premières industrielles et 58 % pour les produits agricoles. Ces hausses se répercutent à des degrés divers dans les prix à la production des pays utilisateurs dont le rythme de variation sur trois mois est de 13 % l'an aux Etats-Unis comme dans la zone euro. Il s'agit là de pointes qui se transmettent de façon amortie mais significative aux prix à la consommation (3 % sur trois mois dans la zone euro, près de 6 % aux Etats-Unis). En résumé, **l'économie mondiale est prise entre des forces d'expansion qui dominent actuellement et des forces restrictives qui risquent de dominer d'ici quelques trimestres.**

Perspectives économiques

Les observations récentes inciteraient à réviser en hausse les perspectives de croissance de 2011 notamment pour les pays développés. On pourrait même commencer à envisager l'amorçage d'une véritable reprise économique dès 2012.

Aux rythmes actuels de redressement de l'activité, la résorption des surcapacités industrielles sera achevée dans le courant de l'année 2011, ce qui rendrait probable une accélération de l'investissement productif. On notera que selon la dernière enquête auprès des industriels français, les projets d'investissements sont en hausse de 14 %. D'autres observations incitent cependant à une certaine prudence. Le premier point est le tremblement de terre au Japon qui pèsera sur l'économie japonaise. Le deuxième point est la poussée d'inflation importée. Il faut aussi rappeler la menace toujours présente de rupture financière d'un Etat européen et le risque nouveau de déstabilisation d'un pays pétrolier majeur.

Le tremblement de terre de Tihoku et le tsunami sur la région de Fukushima et les régions limitrophes ont pour premières conséquences des pertes de vies humaines (27 000 selon les dernières évaluations, trois fois plus que Kobe) et des destructions massives de biens évaluées entre 200 et 300 milliards de dollars. C'est deux à trois fois plus que le tremblement de terre de Kobe le 17 janvier 1995. **Les destructions constituent une perte de capital (environ 5 % du PIB japonais) et ne sont en rien un facteur de croissance.** On peut toutefois imaginer qu'un effort de reconstruction sera engagé ou soutenu par l'Etat japonais et que l'effet à court terme pourrait être très temporairement stimulant pour l'activité économique. La référence aux suites du séisme de Kobe montre en fait que cet effet est peu visible dans les chiffres macroéconomiques.

On rappelle que le taux directeur de la Banque du Japon est actuellement quasiment nul et que la dette publique, qui était égale au PIB à l'époque de Kobe, est actuellement de deux fois le PIB. **Les marges de manœuvre du gouvernement japonais sont très limitées.**

D'autres effets restrictifs résultent de l'accident survenu à la centrale nucléaire de Fukushima. Au Japon, la capacité de production d'électricité est réduite mais **c'est surtout, au-delà du Japon, l'attitude des opinions publiques à l'égard du nucléaire qui pourrait entraîner des changements importants du "mix énergétique" mondial** et par conséquent du prix de l'énergie.

La poussée d'inflation est d'une autre nature. Elle est endogène à la macroéconomie mondiale. Pour la zone euro, la hausse des prix de l'énergie constitue un supplément d'inflation (ou un prélèvement sur le pouvoir d'achat) un peu inférieur à un point. Il s'y ajoute un effet de hausse des prix alimentaires du même ordre de grandeur. Ce dernier effet est près de trois fois plus élevé dans les pays émergents où les produits alimentaires comptent pour un tiers dans l'indice des prix à la consommation. **Le principal enseignement de la période récente est qu'une croissance mondiale forte n'est pas compatible avec la stabilité des prix mondiaux.** Notre hypothèse est que la croissance se réduira progressivement dans le courant de 2011. Au total, nous maintenons donc le scénario d'une croissance modérée en 2011 et en 2012 n'entraînant pas de nouvelles dérives de l'inflation. C'est ce que les marchés boursiers semblent anticiper mais il faut reconnaître que des facteurs nouveaux d'instabilité sont aujourd'hui apparus.

2010 et scénario de référence 2011

		2010	2011
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,9	3,3
	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

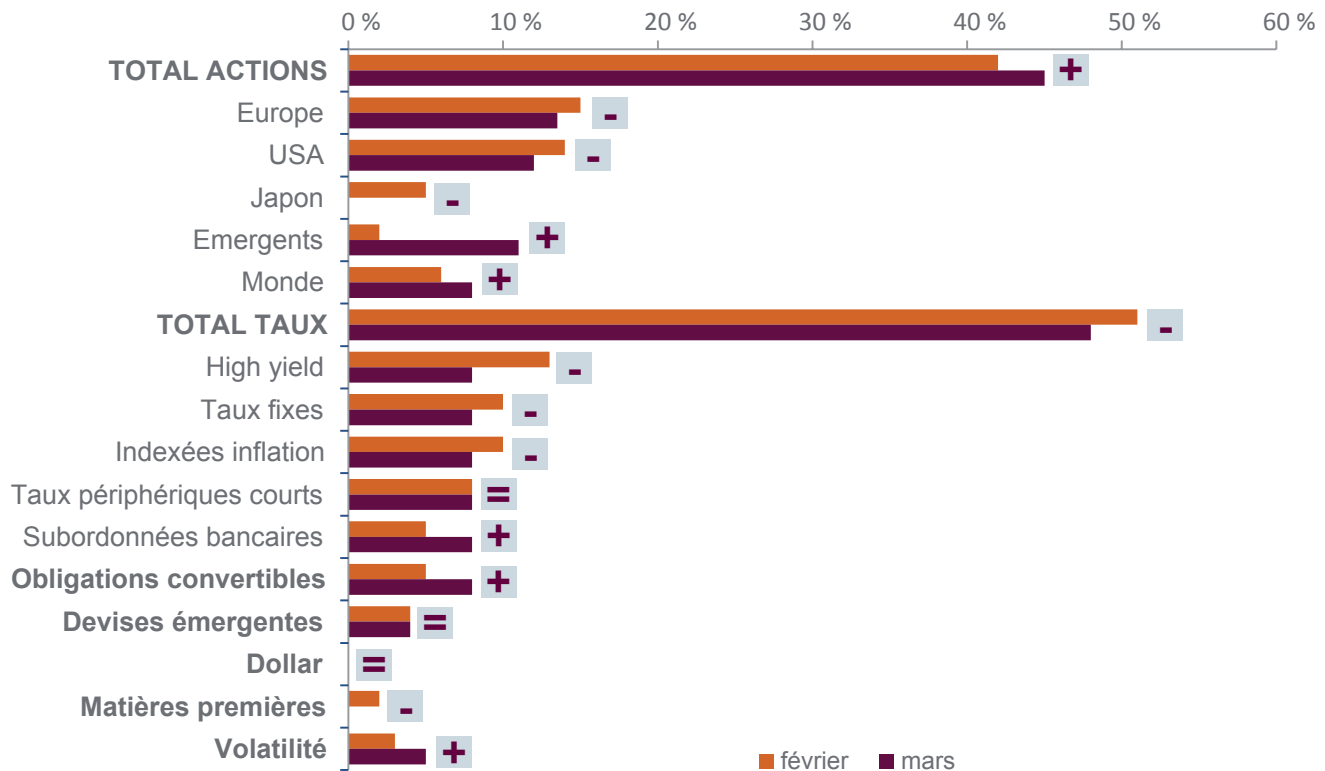
Nous relevons légèrement la prévision de croissance des Etats-Unis. La modération de l'inflation anticipée, malgré la poussée actuelle de hausse des prix, justifie le maintien des perspectives de taux longs.

*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Nos convictions

La gestion flexible

Variation mensuelle de nos allocations (en %)



Retour vers les émergents

Après quelques jours d'observation, au moment du séisme japonais, pendant lesquels notre allocation tactique a été plus défensive, nous avons choisi de ré-augmenter le curseur du risque principalement au travers des actions. Leur valorisation est en effet revenue à un niveau attractif, tant en termes de PE prospectif que de prime de risque et les données macro économiques continuent de nous surprendre positivement. Notre exposition reste toutefois en deçà de celle qui prévalait début 2011 car la visibilité à moyen terme nous semble désormais moins satisfaisante.

Le degré d'avancement du cycle de resserrement monétaire dans les zones à forte croissance, nous incite à augmenter la part des actions émergentes. Nous avons soldé nos positions japonaises et augmenté la part des actions européennes.

Coté obligataire, nous avons pris des profits sur les obligations High Yield et indexées sur l'inflation, ainsi que sur les matières premières.

On aime à nouveau

> Les actions émergentes

On renforce

> la dette subordonnée bancaire
> les obligations convertibles internationales

On allège

> Les High yield
> Les matières premières

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.