Orientations et Stratégie n°115

Lettre mensuelle de UFG-LFP | Juillet - Août 2011 - Achevée de rédiger le 07 | 07 | 2011

Regard sur les marchés

Ce premier semestre 2011 s'achève sur une note de **soulagement** après deux mois particulièrement tendus. Il est d'ailleurs étonnant et instructif de constater qu'en corrigeant brutalement, lors de la dernière semaine de juin, une partie de l'excès de pessimisme des deux derniers mois, les marchés nous ramènent sur les indices actions de la zone euro et sur les taux longs allemands, à des niveaux très proches de ceux de début d'année… Beaucoup de bruit, très **peu de tendances claires,** peu de volatilité mais au final une redistribution marquée des performances sectorielles et géographiques. Devons-nous alors imaginer un été plus serein ?

Le diagnostic macro-économique se précise et comme nous le développons en pages intérieures, le ralentissement que nous observons dans les pays développés s'avère résulter d'une part de la combinaison d'une **reprise structurellement affaiblie** par les excès passés de dette, et d'autre part de chocs exogènes qui ont jalonné les derniers trimestres : risques géopolitiques, prix des matières premières, Japon... Aucun espoir de voir la croissance tendancielle accélérer en phase de convalescence, en revanche **on peut raisonnablement espérer au second semestre un moindre impact des facteurs plus temporaires.** Aux Etats Unis en particulier, où se focalisaient les inquiétudes récentes, amélioration de l'emploi, résilience de la consommation, consolidation du prix du pétrole, dépenses d'investissement et dynamisme des exportations devraient se conjuguer pour offrir un meilleur environnement.

Bien sûr, le facteur principal de soulagement ces derniers jours reste la **longue série d'obstacles franchis à la fois par la Grèce et par ses partenaires européens** pour éviter un corner de liquidité. L'adoption par le Parlement grec du nouveau plan d'austérité (28Mds€ d'économies et 50Mds€ de privatisations d'ici à 2015) débloque l'octroi de la 5e tranche d'aide financière accordée au printemps 2010 par la Troïka et ouvre la voie à la négociation d'une rallonge pour les 3 prochaines années, à laquelle sont conviés les investisseurs privés. Les modalités précises de cette aide supplémentaire sont encore en discussion et si on peut légitimement considérer que ce plan n'apporte aucune solution à terme en faveur de la solvabilité de la Grèce, ses conditions financières restant onéreuses et sa mécanique peu porteuse d'espoir pour la croissance grecque, il procure néanmoins un certain soulagement. Le diable se cache également dans les détails et la position des **agences de notation** et de la **BCE** face à cette restructuration douce sera scrutée attentivement cet été !

On ne peut que souscrire aux récents propos de Michel Barnier et les prolonger. Les investisseurs qui se réfèrent volontairement aux agences de notation alors qu'ils n'y sont pas tenus, améliorent-ils le rapport rendement/risque de leur gestion financière ? **La BCE,** otage volontaire mais non soumis au syndrome de Stockholm envers ses "ravisseurs", **a largement illustré son sens de la responsabilité** depuis l'été 2007 et de façon spectaculaire ces derniers jours ! On ne peut donc pas la suspecter d'une inclination pour la **déresponsabilisation collective** et d'une **volonté d'abri derrière une notation.** En quoi est-il pertinent que les régulateurs s'y soient référés pour édicter les règles prudentielles ? Les propositions actuelles de Me Merkel sont à prendre en considération mais ne faut-il pas aller plus loin ? Les agences, celles d'aujourd'hui comme celles de demain, peuvent parfaitement conseiller leurs clients investisseurs sans qu'il soit fait obligation réglementaire pour ces derniers de définir leur politique de placement en fonction des régaliennes préconisations de ces entités.

Enfin, nous aborderons le 11 juillet la saison des résultats Q2 des entreprises. Le contexte difficile des derniers mois a conduit les analystes à un net ajustement à la baisse de leurs anticipations de progression bénéficiaire désormais voisines de 10 % en Europe. Cette **volonté de se garder de tout excès d'optimisme dans un contexte incertain est plutôt de bon augure,** en particulier pour les secteurs cycliques les plus malmenés depuis début mai.

La conjonction de ces différents catalyseurs nous semble de nature à pouvoir distiller cet été une humeur plus positive sur les marchés. Tactiquement, nous renforçons légèrement les positions risquées comme détaillé en dernière page, en gardant néanmoins à l'esprit que **la levée des inquiétudes majeures qui prévalent en particulier sur les marchés de dettes gouvernementales, s'inscrit dans un cadre de temps peu compatible avec l'impatience des marchés !**

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

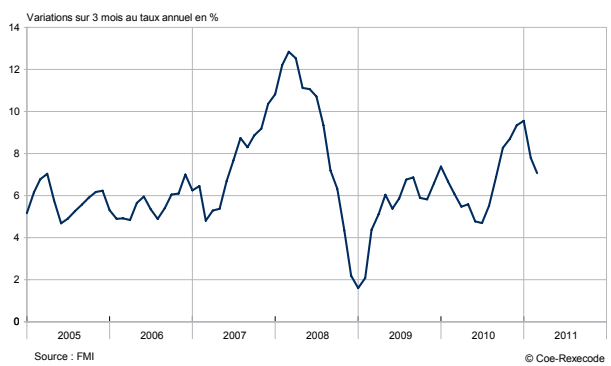
Conjoncture

Les indicateurs économiques récents confirment dans leur ensemble **la poursuite du ralentissement de l'activité mondiale** qui s'était amorcé au début du printemps. C'est le cas aux Etats-Unis où les enquêtes auprès des directeurs d'achat se sont repliées, le taux d'utilisation des capacités de production industrielles plafonne à un niveau toujours sensiblement inférieur à sa moyenne de longue période, les ventes au détail marquent le pas et où le marasme qui persiste dans le secteur de l'immobilier de logement s'accompagne de nouvelles baisses des prix. C'est aussi le cas en Europe où les enquêtes de conjoncture ont commencé à se dégrader légèrement et le volume des ventes au détail stagne depuis quelques mois. C'est même le cas semble-t-il en Chine et dans une partie de l'Asie où les indices de l'activité industrielle se sont tassés.

Les graphiques montrent l'évolution du taux d'inflation instantanée des pays développés et des pays émergents (l'inflation instantanée est l'inflation sur 3 mois). Dans les deux zones, le pic d'inflation semble dépassé.

Inflation des pays développés

Inflation des pays émergents



Un ralentissement du rythme de la production n'est pas surprenant après le rebond vigoureux de sortie de récession du printemps 2009 au printemps 2010. On rappelle par exemple que le taux de la croissance mondiale avait atteint 6 % en rythme annualisé au début 2010. **Le ralentissement actuel est la conséquence logique de la forte poussée des prix du pétrole et des matières premières** qui avait conduit le prix du baril au voisinage de ses points hauts de 2008 et comprimé le pouvoir d'achat des ménages dans l'ensemble des pays consommateurs. Il est probable que ces hausses n'ont pas encore produit tous leurs effets sur l'activité mondiale et celle-ci pourrait donc encore ralentir au cours des prochains trimestres. Mais il **serait excessif d'interpréter le mouvement récent comme un renversement de conjoncture.** Si la majorité des indicateurs tendent à se dégrader, c'est à partir d'un niveau élevé. En outre, on note des indices positifs comme par exemple le rebond des commandes aux Etats-Unis et le retour des créations d'emplois aux Etats-Unis et dans une partie de l'Europe. Enfin d'ores et déjà, le balancier des prix mondiaux a commencé à se retourner.

Le prix du pétrole a sensiblement reculé depuis quelques semaines comme la plupart des prix des matières premières, notamment des produits agricoles et alimentaires. Une poursuite de la correction paraît assez vraisemblable compte-tenu de l'orientation de l'activité. Cela confirmerait que **l'inflation a passé son pic et pourrait commencer à refluer durablement,** comme le suggèrent les graphiques ci-contre qui montrent la variation du taux d'inflation sur trois mois dans les pays développés et dans les pays émergents. La décrue ou même la simple stabilisation des prix des produits de base ouvrirait la voie à une réaccélération de l'activité au premier semestre 2012.

Les marchés de capitaux avaient anticipé l'inflexion conjoncturelle dès le début de l'année. Cela s'est traduit par une baisse générale mais modérée des cours des actions et un recul des taux d'intérêt à long terme dans les grands pays de l'OCDE. On notera en particulier que le taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis est à un niveau exceptionnellement bas qui serait peu compatible avec une réaccélération de la conjoncture économique.

Perspectives économiques

Il est assez classique que les débuts de phases de reprise soient entrecoupés de moments de tassement du rythme d'activité pendant un à deux trimestres. **Nous estimons que les indices d'essoufflement conjoncturel des derniers mois n'annoncent pas une rechute** et nous restons guidés par le scénario en trois temps (rebond-convalescence-reprise) que nous avons proposé il y a deux ans et qui s'est avéré jusqu'ici pertinent. Nous sommes entrés depuis un an dans la phase de convalescence et celle-ci durera encore plusieurs trimestres, mais le principe d'un retour durable à la croissance ne nous semble pas menacé.

Ce qui reste plus incertain c'est le rythme tendanciel de l'expansion mondiale des prochaines années, c'est-à-dire le rythme de croissance mondiale durablement soutenable. Sur les vingt dernières années (1990-2010), le taux de croissance économique moyen mondial a été de 3,2 % (avec des taux extrêmes de 5 % en 2003 et de - 1 % en 2009). Cette croissance s'est accompagnée d'une hausse du prix du pétrole de l'ordre de 6 % par an en moyenne (avec des extrêmes de + 60 % en 2000 et de - 40 % en 2008). **Lorsque la croissance mondiale passe sensiblement au-dessus de sa tendance, notamment à 4 % l'an ou plus, il en résulte des tensions sur les prix de l'énergie et des déséquilibres financiers.** Le consensus actuel estime que l'augmentation du poids des pays émergents dans le monde conduira, comme au cours de la dernière décennie, à un taux de croissance mondial relativement élevé. Il faut dès lors s'attendre pour 2011-2015 à une "convalescence" un peu agitée, d'autant plus que la récession a laissé des traces profondes sur les finances publiques des pays développés.

Le principal risque immédiat est la divergence budgétaire au sein de la zone euro. C'est un déséquilibre d'un type nouveau assez largement lié au statut particulier et inédit de la zone euro, zone monétaire unique regroupant plusieurs Etats souverains. Dans le passé, les divergences intra-européennes étaient sanctionnées par des mouvements de change. Les marchés sanctionnent désormais la divergence des risques sur les dettes publiques par des *spreads* de taux et à la limite par une fermeture de l'accès au marché. Les pays vertueux veulent imposer à juste titre des efforts aux pays trop déficitaires, mais le défaut d'un Etat impécunieux les entraînerait à court terme eux aussi dans des difficultés. **Il faudra donc trouver de nouvelles règles du jeu avant qu'un Etat de la zone euro ne soit acculé au défaut de paiement.**

La stratégie actuelle consiste à prêter au coup par coup aux pays en difficulté (notamment à la Grèce) contre des plans d'austérité. Le problème est que dans ce cas, le besoin de financement (qui comprend le déficit annuel et le refinancement des tombées de dettes antérieures) continue de monter. La créance des fonds européens (qui correspond à l'accentuation de la nouvelle dette émise) devrait monter à terme à plusieurs centaines de milliards d'euros, ce qui peu poser problème. La solution passe certes par une réduction des déficits (qui est amorcée) mais et surtout par un allègement des refinancements des tombées de dette ancienne. Si l'on écarte, comme c'est souhaitable, le défaut pur et simple, **il conviendrait que le "roulement" de la dette ancienne soit assuré de façon volontaire par des prêts à longue échéance, voire avec différé d'amortissement** et de versement de coupons. Ce type de solution a été esquissé dans la lettre UFG-LFP de mai 2011 (Edition spéciale, La restructuration des dettes souveraines européennes) sous la signature de Xavier Lépine. Il est encourageant de constater que les dernières initiatives françaises commencent à amorcer la recherche d'une telle solution.

Scénario de référence 2011 et 2012

		2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	2,8	3,0
	Zone euro	2,0	1,8
Taux d'inflation*	Etats-Unis	2,9	2,2
	Zone euro	2,6	1,9
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,50	2,00
	BCE	1,75	2,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	4,00	4,00
	OAT	4,00	4,00

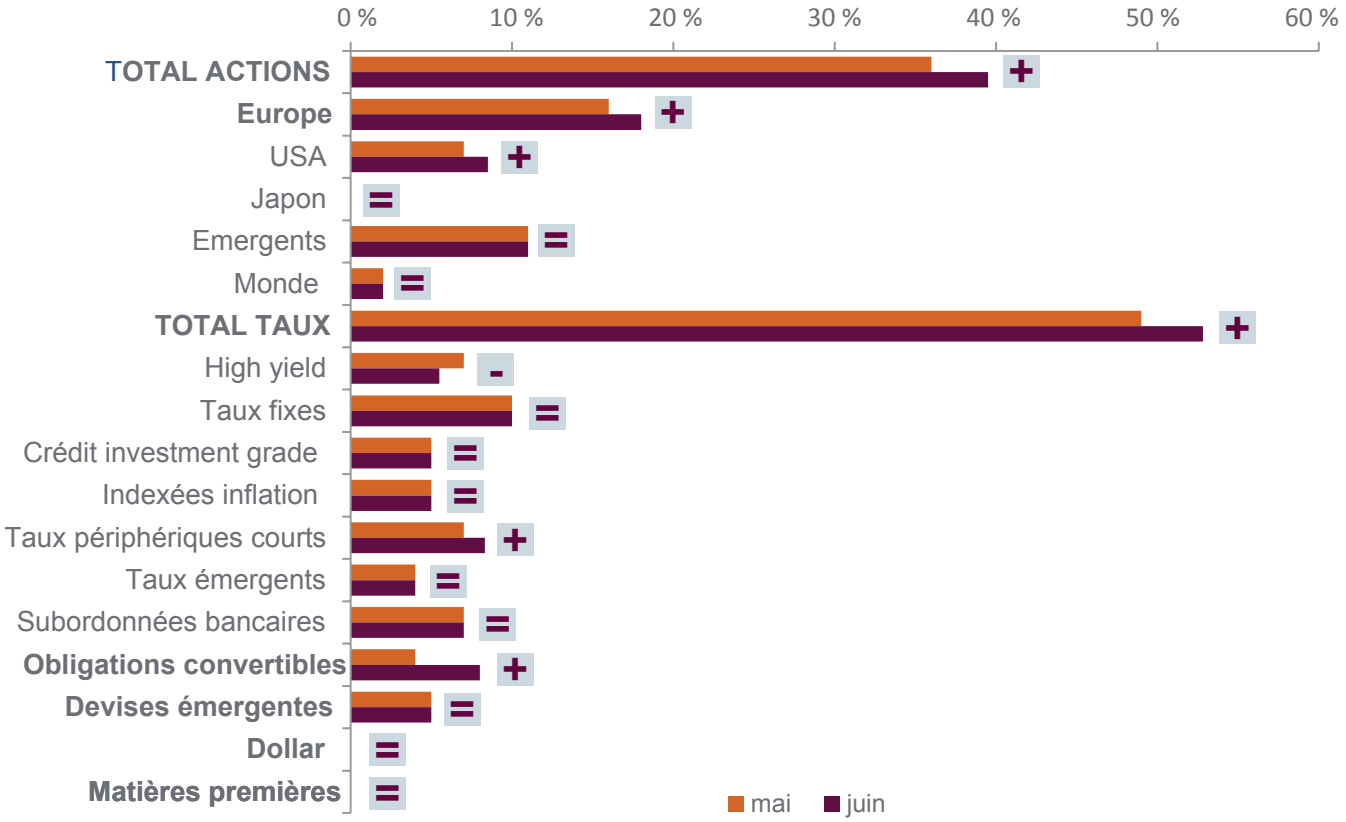
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Nous ne modifions pratiquement pas notre scénario, le ralentissement actuel ayant déjà été pris en compte.

Nos convictions

La gestion flexible

Variation mensuelle de nos allocations (en %)



Regain d'optimisme

La forte hausse du marché en fin de mois n'a pas permis de compenser la baisse continue des indices des trois premières semaines.

Cette baisse a affecté toutes les classes d'actifs à l'exception des taux d'Etats allemand et américain.

Nous avons profité de cette aversion au risque pour renforcer la structure du portefeuille composée d'actifs de rendement (crédit, obligations convertibles…) et d'actions.

Nous avons donc augmenté les obligations convertibles européennes qui ont fortement corrigé et les actions européennes et US par le biais de contrats futures.

Le faible niveau de risque actuel du portefeuille s'explique par le tassement général de la volatilité, et non par un pari délibérément défensif. Nous considérons que les classes d'actifs risquées logées dans notre allocation offrent un potentiel significatif de rebond compte-tenu de leurs valorisations.

On aime à nouveau

> Les obligations convertibles

> Les actions

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

XX1217 - Juillet 2011 - Service Communication de UFG-LFP. Rédaction Michel Didier et Pascale Auclair. Conception graphique et impression UFG-LFP