

Analyse des marchés et politique de gestion au 23 août 2011

De Philippe Mimran, Directeur des gestions Valeurs Mobilières LFP

Les faits

A la suite de notre communication du 8 août, il nous a paru nécessaire de faire une seconde analyse de la situation des marchés. Depuis 15 jours, les marchés toujours très volatils ont tenté un timide rebond avant de rechuter lourdement en fin de semaine, sans toutefois atteindre de nouveaux plus bas. Cette tentative avortée

de rebond ne trouve pas sa source dans une nouvelle dégradation de la situation des dettes d'Etats, mais dans une perception accentuée d'un fort ralentissement économique à venir. Dans cette optique, les taux des emprunts d'Etat allemands et américains flirtent avec les 2 % à 10 ans, taux jusqu'alors inconnus.

Notre lecture

A court terme, mais à court terme seulement, les dettes des Etats périphériques de l'Eurozone ne sont plus un facteur de stress pour le marché. L'action de la BCE est efficace, une première salve d'achat de titres italiens et espagnols a permis de stabiliser les taux à 10 ans de ces pays autour de 5 %. La BCE semble s'en contenter et ne cherche pas à réduire plus avant l'écart de taux avec le bund. On peut supposer que pendant la période intérimaire de mise en place des achats de dette par le FESF, l'action de la BCE sera suffisante et apaisante. Néanmoins, à plus long terme, deux évolutions seront à surveiller : dans un premier temps la mise en place de ce

mécanisme ne sera sans doute pas un long fleuve tranquille. On le voit dès à présent avec la demande de certains Etats – la Finlande pour commencer – à la Grèce de fournir du collatéral afin de participer à son plan de refinancement. Cet acte rend caduque le plan d'aide si tous les bailleurs de fonds ont la même exigence. Dans un deuxième temps, les discussions sur la mise au point d'un mécanisme pérenne de refinancement des Etats semblent loin d'aboutir. La rencontre Sarkozy-Merkel marque certes une avancée dans le fédéralisme de par les convergences budgétaires, mais le rejet d'un eurobond a fortement déçu le marché.

De l'autre côté de l'Atlantique, force est de constater que la perte du AAA de l'État américain n'a pas eu d'effet dévastateur sur sa dette, et comme un accord a été trouvé sur le relèvement du plafond de la dette – accord ô combien de court terme, mais réel – il n'y a pas non plus de risque à court terme pour les marchés.

En revanche, l'accumulation de chiffres macroéconomiques inquiétants se poursuit. Les derniers en date, ventes de maisons existantes et surtout indice de la Fed de Philadelphie, ont été de vrais chocs pour les marchés. Les révisions des prévisions de croissance des économistes continuent

et le marché commence à prendre en compte un réel risque de récession, le fameux double dip. L'ajustement des marchés se poursuit donc et il semble probable que cet ajustement perdure à la rentrée. Si cela est flagrant sur les indices actions européens, la bourse américaine a en revanche mieux résisté. Faut-il y voir un signe d'espoir – signe que la situation n'est pas si catastrophique – ou au contraire d'inquiétude - le réservoir de baisse y est bien réel ?

Les marchés de taux ont manifestement voté pour une conjoncture déprimée, avec des taux réels allemands marginalement positifs et américains franchement négatifs.

A surveiller, quelques points de réflexions

L'agitation et l'accumulation de rumeurs sur les banques européennes finissent par peser significativement sur leurs capacités de financement : le marché interbancaire semble se gripper et les marges auxquelles les banques se refinancent se tendent : près de 100 points de base de marge à 1 an sur les banques les plus fragiles. Nous sommes heureusement loin de la situation dramatique de l'automne 2008, la BCE ayant mis en place depuis des instruments de refinancement efficaces, mais ces tensions augurent mal de la liquidité du marché, en particulier sur le crédit.

Les chiffres économiques les plus décevants sont des enquêtes et rarement des chiffres concrets d'activité. Les ISM à venir risquent d'être faibles, pour autant il sera nécessaire de les recevoir avec prudence. En effet, ces mêmes ISM très soutenus en début d'année semblent avoir perdu une partie de leur pouvoir prédictif ou au moins de leur lisibilité. La croissance réelle était très inférieure à la croissance que les modèles laissaient présager, a contrario, des indices en fort recul ne prédisent pas nécessairement une croissance aussi faible que les marchés sont en train de l'anticiper.

Le calendrier de la rentrée est chargé : Jackson Hole le 26 août, discours d'Obama le 5 septembre, autant d'occasions d'annonces de plans qui seront à coup sûr analysés avec attention par les marchés. Dernier point, le ralentissement des pays émergents est en cours. Il était voulu, risque inflationniste oblige. Comme toujours, c'est un exercice difficile car il est possible de rater son atterrissage, mais en dehors du pessimisme actuel des marchés rien

ne laisse pour l'instant présager un "hard landing". Si ce ralentissement est réussi, il permettra une amplification de la baisse des prix du pétrole, qui sera bien utile au rebond des économies développées.

Cette vision de la macro-économie, des difficultés politiques structurelles de la zone Euro et du comportement des marchés est désormais largement consensuelle, avec le risque qui en découle d'auto-réalisation d'une récession.

Toutefois, face à ce pessimisme ambiant, où l'unique argument du faible niveau de valorisation des actions ne peut servir de soutien face à une perte globale de confiance, il nous semble nécessaire de faire attention de ne pas tomber dans un pessimisme excessif. Il est presque "politiquement" correct aujourd'hui d'être pessimiste tant l'absence de solutions positives de sortie de crise est patente ; gardons-nous de tomber dans cet excès.

Sans espérer un retournement de tendance brutal et durable, il convient simplement d'attirer l'attention sur un certain nombre de faits qui pourraient bien venir contredire les prévisions "récessionnistes" :

- Les volumes de fret maritime, s'ils ralentissent, continuent d'être à la hausse, et le commerce mondial est un bon indicateur de croissance ;
- La dynamique de croissance amorcée par les plans de relance aux Etats-Unis et en Europe (plus spécifiquement en Allemagne) a été cassée, on le voit maintenant, en partie par le ralentissement de la croissance de la Chine qui a fortement baissé ses importations (y compris hors énergie) ; ce phénomène explique très largement

la chute de la croissance aux Etats-Unis et en Allemagne au 2^e trimestre. Ce n'est donc pas tant la dynamique interne qui a été stoppée qu'un effet "récessionniste" majeur provenant de Chine. Sans parler de plan de relance en Chine au stade actuel, une croissance de 8 à 10 % est suffisante pour maintenir un niveau d'activité significatif des sociétés exportatrices allemandes et américaines.

- L'activité américaine reste lourdement "plombée" par le secteur immobilier résidentiel sur lequel le Président Obama a expliqué qu'il n'était pas acceptable de rester à ce niveau pendant encore 2 ans, le temps de résorber "le stock des faillites" porté par les banques. La capacité d'endettement des ménages est reconstituée et les ménages n'achètent pas, persuadés que les prix restent orientés à la baisse du fait des stocks détenus par les banques... il ne faut pas exclure l'annonce

d'une solution de "defeasance" stérilisant une partie de ce parc (200 Md\$) en liaison avec un QE3 (lors de la réunion de Jackson Hole ou discours d'Obama du 5 septembre), l'objectif étant de relancer l'activité de construction qui a chuté à 400 000 logements (l'équivalent de la France pour 5 fois plus d'habitants et une croissance démographique positive...).

Il ne s'agit pas de tenir un discours d'optimisme car les problèmes monétaires, budgétaires, de change et politiques du Monde et singulièrement de l'Europe ne sont pas près d'être résolus ; gardons-nous simplement d'un pessimisme excessif, la réalité est qu'il va falloir s'habituer à une croissance naturelle durablement plus faible aux Etats-Unis et en Europe dans un environnement de surendettement des Etats ; c'est déjà beaucoup à supporter dans des économies où le taux de chômage est supérieur à 10 %.

Notre positionnement de marché

Face à ces perspectives, faut-il "parier" sur le prix des actifs à des niveaux de récession ? A court terme, la réponse est effectivement positive et liée à la poursuite d'un haut degré d'incertitude, ce qui nous conduit à persévérer dans un positionnement prudent. Les portefeuilles actions (nets des couvertures) sont investis à 75 %, et nous avons continué à réduire les risques dans nos portefeuilles diversifiés, en cédant les positions qui avaient le mieux résisté : actions américaines et émergentes. Le niveau d'exposition actions est maintenant de 20 % sur notre fonds LFP Patrimoine Flexible. Sur les portefeuilles obligataires, nous maintenons les expositions sur les pays périphériques, et nous ne souhaitons pas à ce stade remonter la sensibilité, les taux réels étant trop faibles.

Cependant, de la même manière que les économistes et les professionnels des marchés n'avaient pas anticipé cette crise, il faut faire preuve de beaucoup d'humilité dans ce contexte, même si nous pensons que les marchés ne repartiront structurellement à la hausse qu'au vu de faits (indicateurs économiques positifs et annonces politiques crédibles) et non pas de promesses. A cet égard, il est certain que l'Europe dispose de marges de manœuvre politiques et économiques beaucoup plus étroites que les Etats-Unis de par l'absence même de fédéralisme.

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.