

Stratégie d'investissement

Pas de grandes surprises en ce mois de février 2010 ! Il nous conforte dans certaines analyses d'ores et déjà mises en avant depuis quelque temps dans ces colonnes, **sans malheureusement apporter beaucoup de visibilité supplémentaire** sur les plans macro et micro-économique.

- Il met tout d'abord crument en lumière **l'écart conjoncturel entre des régions du monde qui tournent à régimes très différenciés** : au sein du club des pays développés l'Amérique du Nord (Etats-Unis, Canada) croît fin 2009 à plus de 5 % tandis que la vieille Europe affiche une croissance à peine positive et que l'Europe du sud reste en récession. La Chine pour sa part, multiplie les initiatives pour calmer le rythme de son économie qui flirte avec 10 % de croissance.
- Au-delà de ce constat d'un redressement très dispersé fin 2009, les perspectives futures n'ont pas gagné en clarté. Aux Etats-Unis, le rebond de l'investissement des entreprises est une bonne nouvelle, l'emploi poursuit sa lente inflexion favorable, mais l'effet du cycle des stocks semble avoir atteint son pic et toutes les données montrent une amélioration très laborieuse de l'immobilier résidentiel qui cessera pourtant bientôt d'être sous perfusion... Quant à la confiance des consommateurs, elle chute de façon inattendue, révélant une perception dégradée du marché de l'emploi et du climat des affaires qui peut faire craindre un effort d'épargne supplémentaire. En Europe c'est aussi peu limpide : les enquêtes de confiance laissent penser que la reprise cyclique n'est pas menacée, alors même que les données instantanées révèlent une activité anémiée. Ces **signaux contradictoires** n'améliorent pas la lisibilité des économies, et **la fin programmée des mesures de relance budgétaire ajoute encore au trouble des observateurs.**
- A toute chose malheur est bon, puisque ces **incertitudes sur la vigueur et la pérennité de cette reprise**, dans les pays développés, **repoussent aux calendes grecques tout réel durcissement monétaire.** Même le relèvement du taux d'escompte aux Etats-Unis apparaît comme une simple mesure technique, et les opérateurs, à juste titre, ne

font pas l'amalgame entre le drainage des liquidités en cours et la crainte de l'imminence d'une hausse de taux. C'est vrai également en zone Euro où la BCE resserre très lentement sa politique d'octroi de liquidités, sans connexion immédiate avec sa politique de taux.

- Du côté des entreprises, après une saison des résultats 2009 assez flatteuse côté américain, la quasi-totalité des sociétés européennes ont à leur tour publié des chiffres 2009 plus mitigés. La plupart d'entre elles restent bénéficiaires malgré une chute de l'activité sur l'exercice. Le 4^e trimestre marque toutefois une inflexion favorable des chiffres d'affaires pour certaines, montrant que **l'amélioration des résultats n'est pas uniquement due aux efforts de compression des coûts amorcés en 2008, mais bien à un redressement, certes laborieux, de leurs marchés.** Elles peinent à entrevoir une reprise solide et abordent 2010 avec circonspection. La **baisse de l'euro constitue néanmoins une excellente nouvelle pour les exportatrices !**

Ces informations récentes donnent une **image assez floue dans son ensemble et contrastée dans ses composantes.** Elles se traduisent d'ores et déjà dans les faits boursiers par une **discrimination géographique marquée des performances**, avec un marché américain neutre depuis le début de l'année, une Europe dans le rouge en particulier pour les pays du Sud et un marché chinois qui encaisse pour l'instant plutôt bien les premières mesures de resserrement monétaire mises en œuvre. C'est vrai également à l'intérieur de chaque secteur où les **sanctions boursières sont très disparates en fonction de la qualité des résultats.**

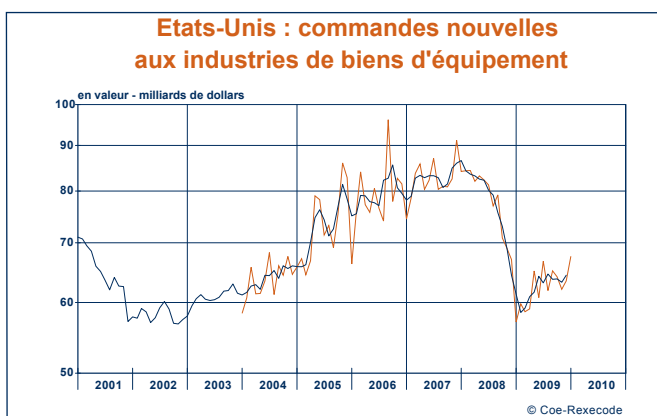
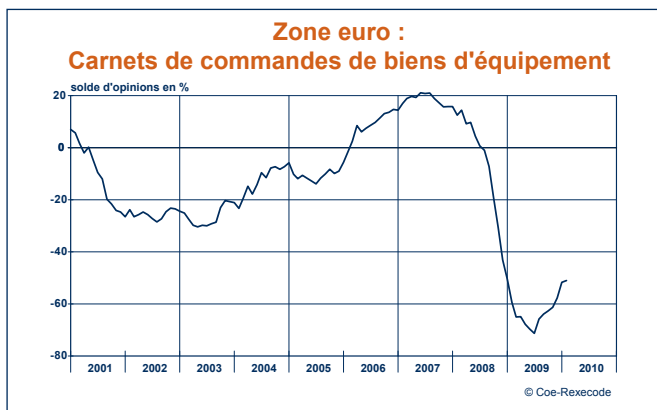
Nous maintenons dans ce contexte une stratégie d'investissement équilibrée et **légèrement défensive** de par notre **allocation actions**, mais qui fait la part belle aux **stratégies de portage offensives** sur nos poches obligataires. Dettes émergentes, emprunts d'Etats périphériques, crédit y compris "high yield" et subordonnées financières, conservent notre préférence.

Après un deuxième semestre 2009 qui confirmait la fin de la récession mondiale, les dernières semaines ont été marquées par un sentiment de déception. C'est surtout l'Europe qui est en cause, mais l'ensemble des marchés d'actions témoignent d'une hésitation sur la poursuite du rebond de l'activité. L'indice boursier mondial (indice pondéré des 39 principales places mesuré en dollars) a reculé d'environ 9 % par rapport à son point haut de la mi-janvier, l'indice de volatilité implicite du SP500 est remonté de 18 à 26 en quelques jours à la mi-janvier. L'inquiétude s'est même étendue aux pays émergents, l'indice EMBI+ remontant temporairement de 270 à 320 points de base. L'importance de tous ces mouvements doit cependant être relativisée. Compte tenu de la hausse du dollar, si on le mesure en euros, l'indice boursier mondial a retrouvé son point haut de la mi-janvier et les indicateurs de volatilité et de risque

sont à peu près à leurs niveaux moyens du quatrième trimestre. **Pour beaucoup d'indicateurs, le tassement récent corrigeait sans doute la poussée d'optimisme un peu excessive de la fin 2009.**

Pour ce qui est des données macroéconomiques, c'est un fait que la croissance économique européenne a été décevante au quatrième trimestre 2009, avec un taux annualisé de 0,4 % après un taux de 1,7 % au troisième trimestre. Les indices partiels comme l'indice de la production industrielle (qui marque une pause en fin d'année après un rebond au troisième trimestre) ou l'indice du climat des affaires dans la construction (qui rechute légèrement) confirment l'hésitation conjoncturelle. Il nous semble cependant que **les enquêtes de conjoncture du début de l'année suggèrent plutôt que le rebond de l'activité se poursuivra encore** au premier semestre 2010 à un rythme à peine ralenti. C'est ce que montrent la plupart des enquêtes mensuelles et les indices PMI.

Les graphiques retracent l'évolution de deux indicateurs de la demande de biens d'équipement. Ils montrent la forte contraction de l'investissement productif intervenue en 2008. Un rebond a été amorcé en 2009. Compte-tenu du retard sur la tendance on peut s'attendre à la poursuite du rebond



Aux Etats-Unis le quatrième trimestre a au contraire surpris par sa vigueur (on rappelle que la première estimation du taux de croissance par les comptes nationaux est de 5,7 % dont plus de la moitié en raison de l'ajustement des stocks). Il est vrai que la production industrielle se redresse régulièrement depuis le printemps dernier au rythme de 7 % l'an et les ventes au détail au rythme de 6 % l'an. Mais l'indice des directeurs d'achats dans les secteurs de services est à peine revenu à son niveau moyen du passé et les mises en chantier de logements marquent le pas alors que la construction commerciale continue de reculer. **Un indice précurseur favorable est la remontée de la durée hebdomadaire du travail**, de 39,5 heures au début 2009 à 40,7 heures au début 2010, soit une hausse de 3 %. C'est une condition préalable à la reprise de l'emploi. Ainsi que nous l'anticipons depuis plusieurs mois, celle-ci devrait intervenir très prochainement.

Ailleurs dans le monde, en Asie, en Amérique Latine et plus récemment en Russie, la croissance a retrouvé un rythme soutenu, qui ne paraît pas menacé au cours des prochains mois. Mais ce, rythme élevé a été obtenu en Asie particulièrement au prix d'une poussée d'inflation qui impliquera des inflexions de la politique économique.

Perspectives économiques

Dans les périodes de fluctuations économiques de grande ampleur, et particulièrement dans les moments de retournements (vers la récession en 2008, vers le rebond en 2009) il faut être particulièrement attentif aux déséquilibres qui apparaissent rapidement et il convient autant que possible d'anticiper au delà de l'horizon strictement conjoncturel des cinq à six prochains mois. Nous estimons que malgré quelques indicateurs décevants le rebond n'est pas vraiment menacé à court terme, mais nous confirmons aussi que les grands moteurs de la croissance, c'est à dire la consommation et l'investissement, ne seront pas prêts avant plusieurs trimestres à transformer le rebond en reprise dans les pays développés. **Il faudra à un moment ou un autre, vraisemblablement à partir du second semestre 2010 passer par une période assez longue de croissance molle, au moins dans les pays développés.** Dans les grands pays émergents d'Asie, la menace sur la croissance est indirecte. Elle vient de la dérive de l'inflation qui impliquera une politique économique plus restrictive.

Le débat sur les pays développés s'est depuis peu largement porté sur les finances publiques et il ne fait que commencer. L'ampleur du problème peut être mesuré par exemple par l'écart entre d'une part le solde primaire des administrations (déficit public moins intérêts de la dette) nécessaire pour stabiliser le poids de la dette dans le PIB et d'autre part le solde primaire probable selon les perspectives courantes. Si on prend comme référence pour les comparaisons l'année 2011, **cet écart, qui représente l'effort à fournir pour stabiliser la dette, est de l'ordre de 4 points de PIB pour la zone euro dans son ensemble. Il est de 11 points pour les Etats-Unis** et

de 8 points pour le Royaume-Uni. C'est pourtant la zone euro qui a concentré l'attention et les inquiétudes des marchés.

L'explication est que la zone euro reste fragmentée. La crédibilité de sa gouvernance est à établir alors que la dispersion entre les situations des pays s'est nettement accrue. **L'effort à accomplir par la Grèce est de 11,5 % du PIB pour stabiliser la dette à 113 % du PIB.** Cet effort est de 6,5 % pour le Portugal pour une dette publique de 78 % du PIB, ce qui est proche de la moyenne de la zone euro, et 7,3 % pour l'Espagne pour une dette de 54 % du PIB. C'est cette dispersion qui stimule les arbitrages et par conséquent permet la spéculation. Avant l'euro celle-ci se reportait sur les taux de changes. Elle se porte désormais sur les Etats, plus précisément sur leur dette. **On notera toutefois que la spéculation intra-européenne n'a eu aucun impact sur le taux d'intérêt moyen de la zone euro,** taux qui n'a pas augmenté. Il a même au contraire diminué et il est actuellement à 3,55 % c'est à dire au dessous de sa moyenne de 2009 (3,70 %) et du niveau de début d'année (3,60 %).

C'est la stabilité (ou légère baisse) du taux long moyen européen conjugué avec une hausse du taux long américain qui a été la principale cause de la baisse de l'euro. **Avec la stabilité du taux long et la baisse du change, la zone euro a plutôt amélioré sa position économique dans la période récente.** Elle bénéficie ainsi mieux de l'amélioration de l'environnement mondial, comme le montrait déjà l'évolution de la balance commerciale de la zone euro, passée en dix-huit mois d'un déficit de 60 milliards d'euros à un excédent de 60 milliards.

Scénario de référence 2009-2010

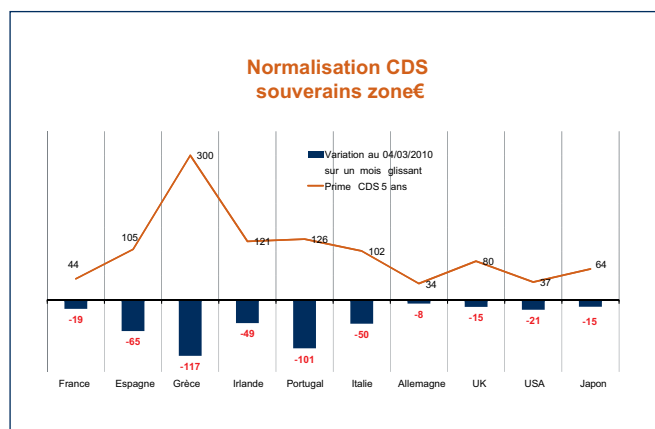
		2009	2010
Taux de croissance*	Etats-Unis	- 2,4	2,9
	Zone euro	- 4,0	1,6
Taux d'inflation*	Etats-Unis	- 0,4	2,0
	Zone euro	0,3	1,3
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	1,25
	BCE	1,00	1,00
Taux à 10 ans**	T-notes US	3,85	4,25
	OAT	3,60	4,00

Nous maintenons la perspective de taux de croissance proches de leurs moyennes passées en 2010, retombant au dessous en 2011. L'inflation resterait faible dans les pays développés.

*En moyenne annuelle - **En fin de période

Décryptage des marchés

Marchés de taux



On observe sur le graphe ci-dessus une **normalisation très tangible des primes de CDS**, sur les pays périphériques les plus malmenés il y a quelques semaines. Le repli dépasse 100bp sur la Grèce et le Portugal mais L'Irlande, l'Italie ou l'Espagne en bénéficie également. Tout d'abord, **les efforts promis** par certains d'entre eux, Grèce en tête, pour inverser la tendance au **dérèglement incontrôlé des finances publiques**, sont salués à juste titre même s'il reste à tester ces intentions à l'épreuve des faits. Ensuite, les **programmes d'émissions** se déroulent plutôt bien, certains émetteurs souverains s'offrant même le luxe d'être **en avance** sur leur programme annuel. France, Allemagne et Autriche ont ainsi déjà émis plus de 20 % de leur volume 2010 prévu, l'Irlande fait mieux encore avec 40 % de son programme d'ores et déjà réalisé, et la Grèce, avec le succès de sa dernière émission, atteint le quart de son enveloppe annuelle.

L'ajustement des rendements à la hausse est naturellement une des clefs de ce succès mais les fondamentaux l'exigent et les investisseurs y trouvent leur compte ! Au total, sur l'ensemble de la zone, ce sont plus de 200 milliards qui se sont placés en deux mois, soit 20 milliards de plus que l'an dernier, de surcroît sur des maturités particulièrement longues. La défiance des investisseurs est donc redevenue toute relative...

Enfin, les pouvoirs publics européens, tout comme le G20, se mobilisent et intensifient leurs déclarations sur le **contrôle des dérivés de crédit**, bien décidés à barrer toute nouvelle offensive spéculative. A ce stade, leur message est passé très clairement, il a cassé la spirale infernale amorcée en janvier sur certains pays et c'est heureux !

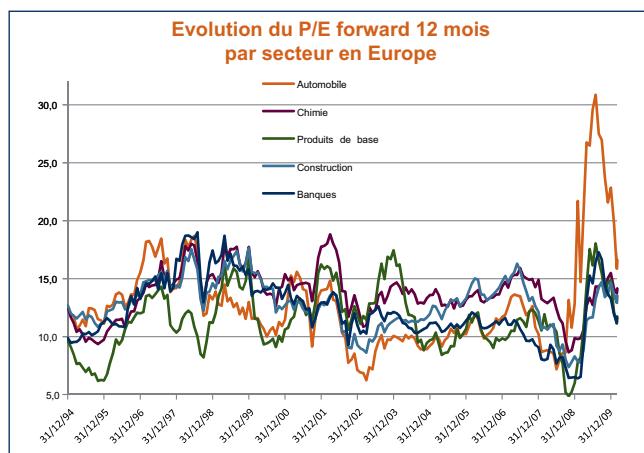
Marchés actions

Nos portefeuilles actions et diversifiés sont aujourd'hui prudemment investis et l'un des points importants consiste donc à déterminer si la consolidation du marché observée depuis mi-janvier constitue d'ores et déjà **l'opportunité de revenir à un biais plus offensif**, à la fois dans nos expositions, mais aussi dans nos choix de valeurs.

L'analyse des fondamentaux ne nous donne pour l'instant aucun sentiment d'urgence. **L'ajustement des P/E est bien réel**, et cette correction salutaire s'est faite sans révision à la baisse des perspectives bénéficiaires. Le marché a sans doute anticipé en 2009 tout ou partie de la reprise en cours, et la question est maintenant de savoir s'il est possible de **maintenir des perspectives de croissance ambitieuses par rapport aux standards historiques, dans un contexte économique moins lisible**.

Cette interrogation s'illustre en particulier sur les secteurs cycliques et financiers qui connaissent les corrections de P/E les plus marquées. La valorisation des banques, notamment, s'est sensiblement détendue, mais les incertitudes sont nombreuses sur leur perspective de profitabilité. Quant aux secteurs cycliques, ils restent sur des niveaux de valorisation médians et n'offrent pas à notre sens d'attrait criant, au-delà naturellement, des opportunités valeur par valeur, que nous pouvons détecter.

Nous maintenons notre **biais favorable aux valeurs à croissance visible**, à celles qui sont susceptibles de **tirer parti d'un euro** plus faible, et guettons une correction de plus grande ampleur pour accélérer nos investissements.



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.