

## Sommaire

Stratégie d'investissement	01
Conjoncture	02
Perspectives économiques	03
Décryptage des marchés	04

Octobre aura, au final, peu modifié l'ambiance qui prévaut sur les marchés depuis la fin de l'été, faite de **davantage de nervosité** et d'une **moindre clarté des tendances directionnelles**. Et pourtant, une analyse des éléments nouveaux à notre disposition depuis un mois, s'avère plutôt rassurante :

- Le **flux des nouvelles macro-économiques**, après un début octobre plus terne, redevient très porteur, tant aux US que dans les zones émergentes. Le PIB Q3 US est certes un indicateur retardé, mais sa décomposition est de bon augure pour les prochains trimestres, la résilience du consommateur étant manifeste et l'effet favorable du restockage clairement devant nous. Ce que confirment les indicateurs avancés ISM... Mais c'est dans la zone asiatique, une fois de plus, que se révèlent les meilleures surprises avec une Chine qui croît à plus de 8 %, entraînant dans son sillage toute sa périphérie, jusqu'au Japon !
- La **saison des résultats Q3** est désormais très avancée, nous en faisons un 1<sup>er</sup> bilan en dernière page de cette lettre, et force est de constater qu'il est plutôt favorable, avec un partage de la valeur ajoutée au sein des entreprises non financières largement à l'avantage de la rémunération du facteur capital. Un bémol toutefois côté banques, ou après un 1<sup>er</sup> semestre exceptionnellement favorable fait de bénéfiques records en BFI et de reprises de provisions 2008, la donne des trimestres à suivre apparaît plus mitigée avec une montée en puissance du coût du risque. La faillite de CIT, les difficultés persistantes de grands noms comme UBS, Lloyds et RBS, montrent que le secteur a sans doute mangé son pain blanc !

## Stratégie d'investissement

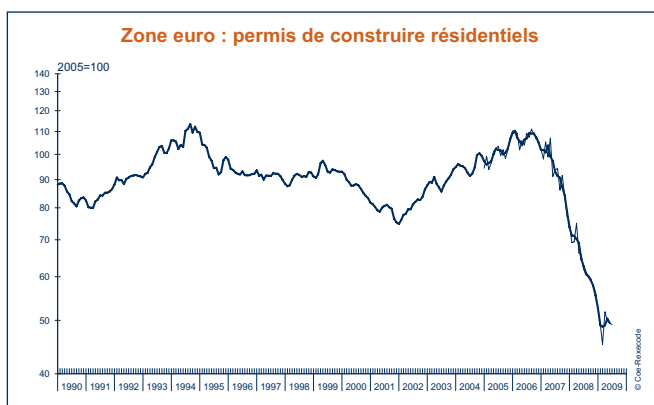
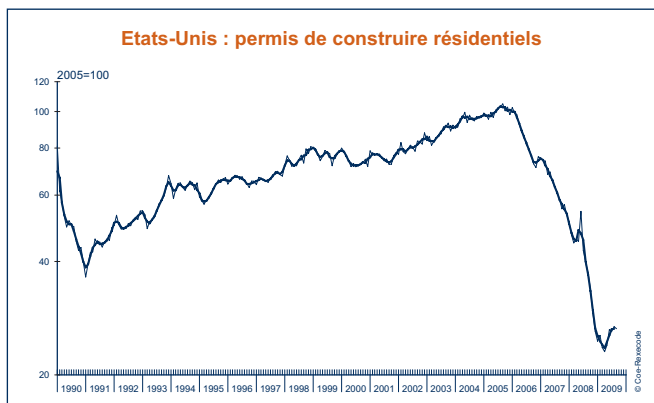
- Enfin, et ce sera sans doute le catalyseur le plus fort et le plus difficile à appréhender pour les prochains mois, les **anticipations sur les politiques monétaires** partout dans le monde, deviennent plus troubles, et les opérateurs sur les parties courtes des courbes de taux, plus nerveux. Nous faisons le point en page 4 de cette lettre sur ce facteur indéniable de risque.

Les investisseurs et les marchés font-ils un **déni de croissance** assorti d'une **phobie de la fin de la politique de taux zéro** ? Nous pensons plutôt qu'ils ont choisi de regarder bien au-delà des 9 prochains mois, au mépris de la dynamique actuelle qui nous semble encore porteuse.

- Nous saisissons donc les opportunités que nous offrent les oscillations des bourses depuis quelques semaines, afin de continuer avec sélectivité notre programme d'investissement. L'écart entre les points extrêmes récents avoisine 10 %, cette phase de consolidation est donc substantielle et elle constitue pour nous l'occasion de revenir à la neutralité en termes de pondération actions.
- Aucun état d'âme sur le crédit ou nous maintenons nos positions, confortées par l'imminence probable du pic des défauts sur le segment "High Yield" en particulier, avec toutefois la conviction que 2010 sera beaucoup plus discriminante.
- Côté obligataire, la désensibilisation de nos portefeuilles en septembre s'avère pertinente et nous différons pour l'instant l'accroissement de nos durations.

# Conjoncture

Après l'euphorie provoquée par la fin de la récession, les marchés d'actions doutent déjà de la force de la reprise économique. Ce mouvement de balancier est classique lors des changements de régime conjoncturel. Nous confirmons pour ce qui nous concerne non seulement la fin de la récession, mais aussi que le rebond de l'activité économique, loin d'être achevé, devrait se poursuivre encore un à deux trimestres. **Actuellement, la production industrielle mondiale (ensemble des 50 plus grands pays) progresse rapidement.** Sur les trois derniers mois connus (juin, juillet, août), le rebond s'est opéré au rythme de 11,5 % l'an. A partir du point bas de janvier 2009, la remontée est de 5 %. Le niveau d'août dernier restait 9 % au dessous du sommet d'avril 2008, ce qui laisse de la place pour de nouveaux progrès. Cependant l'expérience passée montre qu'après une période de rattrapage assez intense les remontées sont beaucoup plus progressives et plus lentes que les reculs.



Dans les grands pays émergents d'Asie (Chine, Inde) et d'Amérique latine (Brésil), le rebond d'activité peut être considéré comme l'amorce d'une véritable reprise économique. Les tendances sont beaucoup plus incertaines en Russie et dans les pays d'Europe centrale.

**Aux Etats-Unis, la première estimation du PIB du troisième trimestre a confirmé le retour à la croissance** (+ 3,5 % en rythme annualisé après - 0,7 % au deuxième trimestre). Toutes les composantes de la demande finale y ont contribué, notamment l'investissement résidentiel et la consommation des ménages. La production industrielle américaine n'a fait qu'amorcer un redressement et la fin du déstockage va nécessiter de nouveaux ajustements en hausse. Il est vrai aussi que les commandes nouvelles de biens durables paraissent hésiter comme les ventes au détail et le nombre des permis de construire. La progression récente de la consommation des ménages repose sur des bases fragiles. Elle tient en effet surtout au soutien public et à une rechute du taux d'épargne, alors que le revenu réel des ménages est entamé par la remontée progressive de l'indice général des prix.

**Dans la zone euro, les données reflètent une amélioration qui se consolide mais reste encore modeste.** Les permis de construire résidentiels ont cessé de reculer depuis quelques mois et les commandes de biens d'équipement reçues par l'industrie allemande remontent. En revanche la consommation des ménages stagne et les perspectives d'augmentation des revenus sont encore peu encourageantes. L'Allemagne est particulièrement concernée par la faiblesse de la demande des ménages. Cela explique la politique de fortes baisses d'impôts annoncée par le nouveau gouvernement Merkel, dont la mise en œuvre prendra du temps en raison de l'opposition des Länders. **Une bonne partie de la reprise européenne se jouera en Allemagne.**

Les graphiques montrent l'évolution des permis de construire aux Etats-Unis et pour l'ensemble de la zone euro. Le rebond est amorcé aux Etats-Unis. Dans la zone euro il faut se contenter d'une simple stabilisation.

# Perspectives économiques

Nous tablons toujours pour 2010 sur un taux de croissance de l'ordre de 2 % en Europe et de 2,5 à 3 % aux Etats-Unis. Ces taux de croissance, assez proches des moyennes du passé, masquent une inflexion de tendance dans le courant de l'année. L'année 2010 risque en effet d'être dans une situation un peu contraire à celle de 2009. L'année 2009 avait commencé dans la récession et se termine par un rebond d'activité. L'année prochaine commencera par la poursuite du rebond et se terminera par un tassement de la croissance en raison de l'épuisement progressif de l'effet des stocks et des plans de relance.

Au fur et à mesure que l'on s'éloignera du point bas de la récession mondiale la question des politiques monétaires commencera à se poser. Les mouvements récents des taux d'intervention ne touchent que des pays isolés et de poids économique modeste (Israël, Australie, Norvège) mais ces mouvements sont tous à la hausse et c'est souvent par la périphérie que s'amorcent des tendances nouvelles. Avec un relèvement de taux probable en Chine (et en Inde ?) pour endiguer le risque de surchauffe une étape plus importante serait franchie. Pour les grands pays développés, **notre prévision est toujours un début de la hausse des taux aux Etats-Unis à partir de la mi-2010 et dans la zone euro à partir de l'automne 2010**, sous réserve bien sûr que le tassement de la croissance attendu en 2010 ne s'amplifie pas en rechute.

L'interrogation sur la force du rebond dans les pays développés peut concerner aussi les pays émergents. La croissance a rapidement retrouvé un rythme élevé dans la plupart d'entre eux. L'expérience récente a montré l'interdépendance économique des zones

mondiales. Un ralentissement courant 2010 des Etats-Unis et de l'Europe briderait les exportations des pays émergents. Cependant, le fait que l'activité dans ces pays ait repris alors que le monde était encore en récession montre que les facteurs internes deviennent plus déterminants. On notera aussi qu'avec la baisse générale des taux d'intérêt mais aussi de l'endettement externe de ces pays, le poids du service de la dette extérieure (qui avait dans le passé beaucoup pesé sur la croissance de plusieurs pays), s'allège régulièrement, tant pour l'amortissement que pour les charges d'intérêt, à l'exception des pays d'Europe de l'Est. **Nous sommes donc confiants sur les perspectives de croissance des pays émergents en 2010.**

Le risque associé est évidemment la remontée mal contrôlée des prix des matières premières et du pétrole. La conséquence serait une menace sur le pouvoir d'achat (et la croissance) dans les pays consommateurs plutôt qu'un retour de l'inflation globale. **Le taux d'inflation redevient positif mais il est très faible dans l'ensemble des pays développés**, les hausses de salaires sont modestes et le chômage restera élevé en 2010.

La problématique des changes est durable et le G20 s'est bien gardé de prendre position. Elle est loin de se ramener à la hausse de l'euro en dollars. Si on raisonne en termes de changes effectifs réels (taux de changes moyens contre l'ensemble des monnaies, corrigés des écarts de prix), le taux de change du dollar n'est pas très éloigné de sa moyenne passée et le taux de change du deutsche mark (jusqu'en 1998, puis de l'euro pondéré par le commerce extérieur allemand) est stable et relativement bas. **La Chine s'est engagée dans un mouvement progressif d'internationalisation du yuan** qu'elle ne peut pas brusquer. L'instabilité monétaire risque donc de durer.

## Scénario de référence 2009-2010

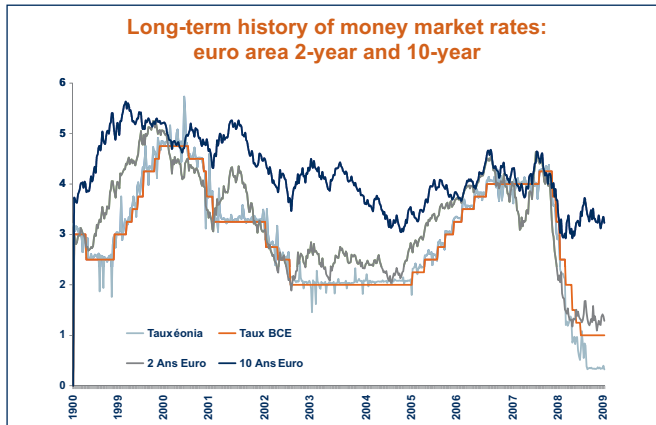
		2008	2009	2010
Taux de croissance*	Etats-Unis	0,4	- 2,4	2,7
	Zone euro	0,6	- 3,9	2,3
Taux d'inflation*	Etats-Unis	3,8	- 0,3	2,0
	Zone euro	3,3	0,3	1,3
Taux d'intérêt centraux**	Fed	1,00	0,25	2,0
	BCE	2,50	1,0	1,5
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,20	3,50	4,25
	OAT	3,40	3,75	4,00

Notre perspective de croissance pour 2010 est légèrement relevée pour les Etats-Unis, inchangée pour la zone euro. Les prévisions d'inflation et de taux sont inchangées.

\*En moyenne annuelle - \*\*En fin de période

# Décryptage des marchés

## Marchés de taux



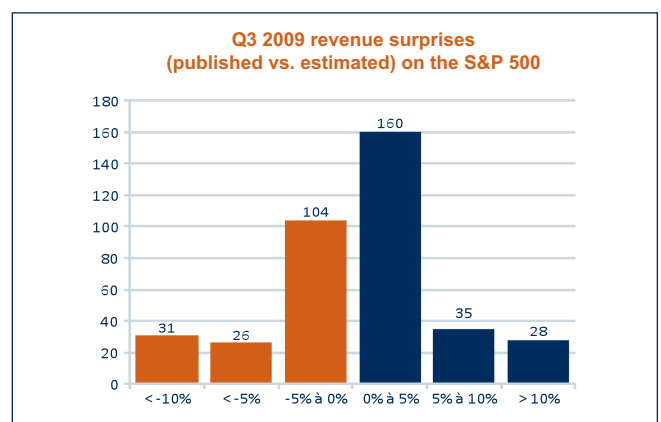
L'évolution des marchés obligataires en octobre est une **combinaison de forte volatilité** superposée à une **tendance générale légèrement haussière**. Moins que l'évolution des rendements au final assez faible, c'est la **nervosité** qui frappe l'observateur qui prend un peu de recul. Le retour à davantage d'aversion au risque aurait du être un facteur de soutien, mais c'est l'émergence de **doutes sur la visibilité des politiques monétaires** qui l'a emporté. Le discours des banquiers centraux s'efforce de rester très rassurant, mais les opérateurs s'attachent aux actes et s'inquiètent : quelques banques périphériques relèvent leurs taux et on sent bien également qu'en dépit d'une communication accommodante, FED et BCE envisagent de drainer l'excès de liquidités en **limitant le renouvellement des mesures non conventionnelles**. Tout concourt à rendre la partie courte des courbes de taux plus volatile, alors que les segments longs sont davantage protégés à court terme par le niveau des pentes et du portage, et par l'absence de risque inflationniste. Nous pensons pour notre part que la normalisation des rémunérations monétaires est en marche, que cette marche sera lente et que les banquiers centraux ne passeront en effet à l'acte que tardivement sur les taux de référence. Mais ceci laisse toutefois au taux REFI en zone € une marge de progression vers 1 %, qui n'est pas neutre sur la courbe.

## Marchés actions

On ne peut expliquer les hésitations des bourses depuis début octobre à la seule lumière de la progression des bénéfices au 3<sup>e</sup> trimestre. Ils s'affichent en effet dans **85 % des cas au-dessus des attentes** du consensus, qui, nous l'avions exprimé le mois dernier, étaient raisonnablement optimistes. C'est en revanche sur l'analyse des **chiffres d'affaires** que les observateurs trouvent matière à prudence et circonspection : celui du S&P 500 était en repli de 12,8 % au 1<sup>er</sup> semestre 2009, repli modéré compte-tenu de la profondeur de la récession, et le 3<sup>e</sup> trimestre est à l'avenant avec une baisse de 12 % sur les trois quarts des valeurs publiées début novembre. Le graphe ci-dessous illustre la ventilation des **surprises, qui dans près de 60 % des cas sont néanmoins positives**. Les principaux contributeurs positifs sont les valeurs technologiques (Apple, Microsoft, AMD, etc.) ainsi que les bancaires (Goldman Sachs, Morgan Stanley, JPM) alors que certains conglomérats ou grandes capitalisations déçoivent (General Electric, Dupont, Boeing ...)

### Ce bilan est plus qu'honorable en sortie de récession.

La consolidation qui accompagne ces parutions nous semble le reflet d'une plus grande sélectivité des opérateurs, qui choisissent de ne saluer que les surprises favorables, qui préfèrent à nouveau les valeurs défensives ou de rendement plus aptes à aborder le virage 2010 d'une croissance attendue atone. Nous ne pouvons que saluer ce choix d'une **prime à la qualité** et ce retour à la raison !



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 tenue 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.