

Pas de retour en récession mais un **ralentissement économique** sous le potentiel



Diane de Villenfagne
travaille dans la gestion
d'actifs du groupe AXA
depuis 1985.

Après avoir hoqueté au 3^{ème} trimestre, le cycle des échanges industriels devrait ré-accélérer dès le 4^{ème} trimestre, emporté par la demande d'importations chinoises. En outre, le cycle chinois demeure protégé de tout accès de faiblesse - en deçà des 8 % de croissance - par l'activisme budgétaire du gouvernement, prompt à mobiliser les budgets publics et l'épargne bancaire, au profit de plans de relance ambitieux. Les occasions d'investir ne manquent pas (urbanisation galopante, désenclavement de l'Ouest, décarbonisation des industries lourdes, logement social) et l'épargne reste captive du secteur bancaire.

Ces dernières semaines, les marchés ont clairement rejeté le scénario d'une « seconde récession ». Les causes de ce revirement sont multiples : l'économie américaine a cessé de décevoir les marchés (stabilisation de l'immobilier, accélération des services), les régulateurs bancaires ont assoupli leurs exigences (Bâle III), le fonds de stabilisation européen a été couronné d'un AAA par les agences de notation et, enfin, en septembre, la Chine a confirmé l'ajustement des stocks industriels.

En comparaison, l'exécutif américain semble bien démuné. La relance Obama n'a pas atteint ses objectifs en termes de création d'emplois. Le consommateur, toujours occupé à solder les excès du passé, demeure un frein à l'expansion américaine. Malgré tout, le dynamisme des exportations et de l'investissement productif devrait garantir à l'économie américaine une croissance du PIB de 2,5 % pour 2011.

Nouvelle vague d'assouplissement monétaire

Cette croissance sera, hélas, insuffisante pour réduire sensiblement le chômage. Selon la Fed, le niveau actuel du chômage représente un risque déflationniste inacceptable. En conséquence elle a annoncé, en novembre, un nouveau programme d'assouplissement quantitatif, centré

sur l'achat d'obligations publiques et d'autres actifs, en fonction de l'évolution conjoncturelle.

Cette nouvelle donne aura des conséquences majeures, à l'échelle planétaire. La baisse induite du dollar, contre toutes les autres devises, dopera les exportations et les profits des entreprises US, mais sera très mal perçue par les partenaires commerciaux des Etats-Unis. Elle risque d'entraîner à la baisse le yuan chinois et l'Asie en quasi-zone dollar. La Banque du Japon a pris les devants. Le 5 octobre, elle a annoncé son propre programme d'assouplissement quantitatif, sans réussir à affaiblir sensiblement le yen. Face à l'attentisme prudent de la BCE, l'euro risque de s'apprécier par défaut, ce qui n'aidera pas l'ajustement budgétaire de sa périphérie en crise.



Obligations : avec l'aide de la Fed

Pour l'avenir, nous maintenons que les fondamentaux jouent en faveur des actifs obligataires. Les output gaps, toujours élevés dans les économies développées, devraient aider à contenir l'inflation sous-jacente. Selon nous, avec l'assouplissement quantitatif additionnel aux Etats-Unis (et probablement aussi au Royaume-Uni) nous réunissons donc les conditions idéales pour une politique monétaire qui devrait rester ultra accommodante « pendant une période prolongée ». Nous ne prévoyons donc pas de changement de politique monétaire avant au moins mi-2011. Dans ce contexte, les taux américain et européen à 10 ans pourraient encore baisser, avant que des arguments de valorisation à plus

long terme ne prennent le relais et ne tirent les taux longs à la hausse. Nous confirmons donc notre optimisme sur les obligations d'Etat de bonne qualité, avec pour corollaire un aplatissement de la courbe, tant aux USA qu'en zone euro. Pour les actifs obligataires risqués, nous réitérons notre préférence pour les marchés émergents, offrant un meilleur environnement économique et financier, ainsi qu'un écart de rendement intéressant. Plus de 2.5 % par rapport aux obligations d'Etat des pays développés !

Nous restons surpondérés sur le crédit IG, qui devrait continuer de bénéficier de bas taux longs et de la baisse des taux de défaut. Même si le crédit High Yield offre également des valorisations intéressantes, nous craignons sa forte corrélation avec les actions, ce qui implique une volatilité accrue. Néanmoins, cette classe d'actifs va encore bénéficier de la baisse des taux de défaut.

Actions : soutien économique encore incertain

La dynamique économique offrant quelque répit, les actions ont bien rebondi en septembre et en octobre. Pour que la hausse des actifs risqués se poursuive, il lui faudra nécessairement un soutien macroéconomique plus durable. Une possibilité encore bien incertaine... En termes de croissance bénéficiaire pour 2011, nous tablons sur une progression de l'ordre de 10 % pour les entreprises non-financières. Malgré le rebond récent des marchés, les valorisations sont tout sauf excessives. Nous pensons qu'en année pleine (2011), le multiple global sera proche de 11x. Au vu de tous ces éléments, nous maintenons une position neutre en actions.

Nous suggérons d'accentuer l'exposition aux marchés émergents. La croissance chinoise semble avoir atteint son plus bas niveau aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres et va devoir réaccélérer, alors que les valorisations sont attrayantes.

Points clés

- ▶ Bonnes surprises du cycle chinois.
- ▶ Le thème du « découplage » des émergents est de retour.
- ▶ Nouveaux assouplissements monétaires dans les pays développés.
- ▶ Allocation d'actifs toujours neutre en actions.

Matières premières : prudence recommandée

Les variations des prix des matières premières sont souvent assimilées aux seuls mouvements de la demande chinoise. Idée un peu trop simpliste, étant donné que ce secteur constitue l'unique classe d'actifs véritablement mondiale. Même si les prix d'aujourd'hui sont comparables à ceux de 2007, l'économie actuelle est loin d'atteindre le taux de croissance observé alors (5 %, selon l'OCDE). De plus, les niveaux de stocks actuels sont nettement plus élevés qu'en 2007-2008. En résumé, nous pensons que les conditions ne sont pas toutes réunies pour favoriser un changement de recommandation et demeurons prudents sur cette classe d'actifs. ■

Achévé de rédiger le 27 octobre 2010

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les informations contenues dans ce document sont strictement confidentielles. Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont partielles. Elles sont subjectives et susceptibles d'être modifiées sans préavis. La responsabilité d'AXA IM ne saurait être engagée par une prise de décision sur la base de ces informations. Les destinataires s'engagent à ce que l'utilisation des informations y figurant soit limitée à la seule évaluation de leur intérêt dans les stratégies visées et à ce que ces informations ne soient divulguées à quiconque.