



## LETTRE MENSUELLE — De Sebastian PARIS-HORVTIZ



## Gérer le resserrement monétaire

## Faits marquants

- Croissance mondiale toujours robuste, mais des signes de ralentissement.
- L'inflation toujours poussée par les prix énergétiques, mais devrait rester contrôlée.
- Hausse finale des taux Fed funds à 5,5% en août. La BCE maintient son gradualisme (3,5% début 2007) et le Japon sort de sa politique de taux zéro à la fin de l'été.
- Les emprunts d'Etat proches de leur pic cyclique.
- Les papiers à spread n'offrent pas assez de protection devant des liquidités moins abondantes.
- Les actions conservent une valorisation attrayante, mais une position plus défensive est recommandée.
- L'euro/dollar projeté à 1,20-1,25. Le dollar soutenu par sa rémunération.

5%. Vive le sport ! Néanmoins, outre l'effet bénéfique que ces exploits sportifs peuvent avoir sur la confiance, il est important de constater que la zone euro continue d'afficher au travers d'un grand nombre d'indicateurs avancés, une dynamique de croissance prometteuse. Ainsi, l'IFO pour l'Allemagne a retrouvé des niveaux jamais vus depuis plus de 10 ans et l'ISAE pour l'Italie est au plus haut depuis 2000.

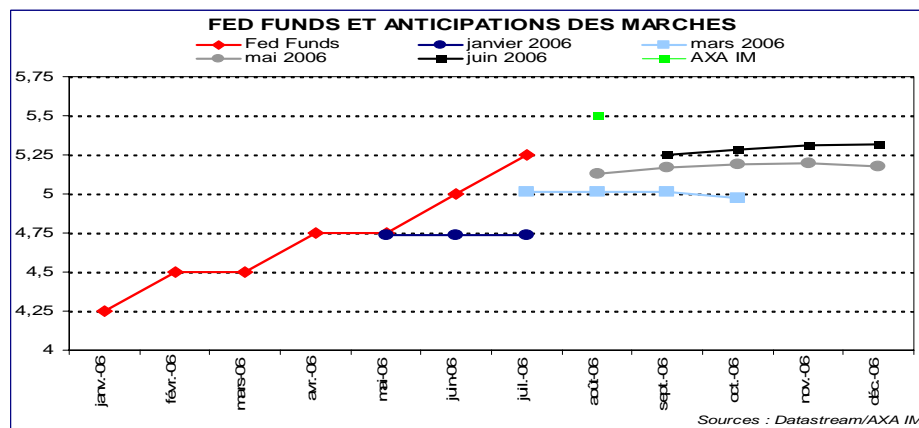
En fait, on constate que la situation en Europe reflète aussi en partie une économie mondiale qui continue de montrer une grande robustesse. Ceci peut surprendre, alors que les marchés viennent de connaître deux mois de fortes turbulences, avec des ajustements assez sévères sur les prix des actifs les plus risqués. Outre une explication purement technique consistant à justifier la dégringolade des prix du simple fait d'une montée trop rapide depuis le début d'année, il apparaît que cette correction a été le fait de la montée des craintes sur la croissance et l'inflation.

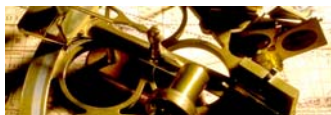
## Les craintes

Comme nous l'indiquions, la croissance économique mondiale

reste bien orientée. Toutefois, malgré l'optimisme du message de nombreux indicateurs avancés, notamment en Europe, il est déjà acquis dans l'esprit du marché que le dynamisme de la croissance devrait s'affaiblir dans les trimestres à venir. En effet, la principale locomotive mondiale, les Etats-Unis, a déjà entamé son freinage après près de deux ans d'une croissance au dessus de son potentiel. Pour l'instant, tout semble se passer en accord avec nos prévisions. L'économie américaine aurait ainsi atteint son pic de croissance cyclique au premier trimestre. D'ores et déjà, les indicateurs du secteur manufacturier ont pris une tendance baissière, même s'ils gardent des niveaux relativement élevés, et la consommation est en train de fléchir. Celle-ci répond en partie à l'effet négatif de la hausse des prix énergétiques et des conditions financières moins attrayantes que par le passé. Evidemment, la trajectoire que suivra l'économie américaine dans les trimestres à venir jouera un rôle clé dans la dynamique de l'économie mondiale. Doit-on donc s'inquiéter du ralentissement en cours ? Pour notre part, nous

En sport, comme dans la sélection de valeurs, on peut trouver de performances extraordinaires alors même que l'environnement général semble peu porteur. Au moment où nous écrivons, nous avons quatre pays européens en finale de la coupe du monde de Football. Le talent de ces équipes contraste avec la faiblesse des résultats économiques. En effet, les quatre pays qui se disputent une place en finale, l'Allemagne, la France, l'Italie et le Portugal ont, au cours des deux dernières années, connu une croissance de leur PIB en moyenne juste au-dessus de 1% par an, alors que le PIB mondial galopait à près de





## LETTRE MENSUELLE - De Sebastian PARIS-HORVITZ

continuons de penser que les ingrédients pour un ralentissement brutal de l'économie américaine ne sont pas présents. En effet, soulignons que le marché de l'emploi, même si ce n'est pas avec la même vigueur que l'année passée, reste bien orienté et que les entreprises conservent une situation financière extrêmement solide, ce qui devrait éviter un ajustement brutal de leurs dépenses. En outre, il nous semble, comme cherche à le faire la Fed, que cette modération de la croissance sera bienvenue pour atténuer les pressions inflationnistes apparues au cours des derniers trimestres.

Alors que les Etats-Unis ralentissent, la croissance dans le reste du monde reste bien orientée. En Asie tout d'abord, la Chine a du mal à ralentir malgré les freins mis en place peu à peu par les autorités. Le Japon confirme progressivement sa sortie de déflation, avec notamment une demande intérieure qui se réveille, s'appuyant sur l'embellie de l'emploi. En Europe, comme nous l'indiquions, les enquêtes restent très bien orientées et ceci contraste avec des données réelles encore un peu faibles, mais tout de même en ligne avec une croissance de 2% pour l'année. Notre scénario continue de tabler sur un ralentissement graduel de l'économie mondiale, mené par les Etats-Unis et par des politiques économiques plus restrictives.

### Le rôle des banques centrales

La politique monétaire jouera un rôle clé. Aux Etats-Unis, les pressions inflationnistes devraient amener la Fed à porter ses taux directeurs à 5,5% en août. En même temps, la BCE va poursuivre la normalisation des taux d'intérêt (repo à 3,5% début 2007), alors que la Banque du Japon devrait sortir définitivement de sa politique de taux zéro à la fin de cet été (1% dans un an). Nous ne pensons pas, à ce stade, que les banques centrales devraient durcir davantage leurs politiques. En effet, les pressions inflationnistes devraient rester modérées : l'inflation sous-

jacente ne devrait pas dépasser 2,6% aux Etats-Unis (2,4% actuellement) dans les mois qui viennent, avant de commencer une décrue. En zone euro, l'inflation devrait connaître un pic début 2007 après la hausse de la TVA, à 2,6%, pour redescendre aussitôt vers l'objectif de la BCE, soit en dessous de 2%. Certes l'évolution du prix du pétrole restera une source d'incertitude sur l'évolution de l'inflation future, notamment compte tenu de la persistance des tensions géopolitiques. En même temps, étant donné les niveaux actuels, toute forte poussée des prix énergétiques s'ajoutera aux forces de ralentissement en œuvre, notamment aux Etats-Unis. Au total, les Banques Centrales ne devraient pas chercher à adopter des politiques trop restrictives pour l'économie, même si la liquidité sera plus contrainte.

### Retour de la pression sur le marché obligataire

Après avoir bénéficié de façon très brève de la recherche de sécurité lors de la première vague de correction sur les actifs les plus risqués en mai, les emprunts d'Etat sont de nouveau sous pression, les taux longs retrouvant même les niveaux les plus hauts de l'année. En fait, à 5,3% et 4,1% respectivement, les taux sur les Treasuries et les Bunds à 10 ans ont atteint les objectifs de court terme que nous nous étions donnés. A très court terme, le risque existe de voir ces taux aller un peu plus haut. Toutefois, compte tenu de nos projections pour la politique monétaire et pour l'évolution du cycle économique, les niveaux actuels rendent les emprunts d'Etat attractifs. Parallèlement, malgré l'écartement des « spreads » sur les obligations risquées (crédit, « high yield », émergents) et des fondamentaux relativement solides, il nous semble qu'en général, les conditions de marché, surtout dans le processus de resserrement monétaire actuel, rendent ces actifs encore susceptibles de souffrir avant de retrouver une valorisation vraiment attractive.

### Plus défensifs sur les actions

Les bourses mondiales se reprennent peu à peu après la très forte correction de mai et d'une grande partie de juin. Au total, depuis le début d'année, on se retrouve de nouveau en territoire positif. Nous maintenons notre recommandation de surpondération sur les actions. En effet, notre scénario économique et la dynamique des résultats des entreprises restent porteurs pour les actions. Rappelons que pour 2006, nous voyons les bénéfices progresser en moyenne de 10% pour les grandes places boursières, avec l'Europe toujours dans le peloton de tête. En outre, les valorisations restent attractives, d'autant plus que nous sommes passés par une forte baisse des prix au cours des deux derniers mois. Ainsi, nous estimons la prime de risque—l'écart entre le rendement attendu sur les actions et le taux des emprunts d'Etat à long terme—à 6%, ce qui reste proche des plus hauts historiques. Malgré ces éléments positifs, nous pensons qu'une allocation plus défensive sur les actions est nécessaire devant le resserrement monétaire toujours en cours. Nous recommandons en particulier, en termes d'allocation pays, de s'exposer au marché des plus défensifs que sont les Etats-Unis et le Royaume Uni, de prendre une position neutre sur la zone Euro car protégé par sa valorisation, et de sous-pondérer les pays émergents et le Japon

### Risques du scénario

Scénario principal ..... 60%  
Risques : ..... 40%

Le resserrement de la Fed augmente les risques financiers..... 15%

Reprise de l'inflation et resserrement monétaire plus brutal, notamment aux Etats-Unis ..... 15%

Décélération rapide de la croissance mondiale suite à la hausse des coûts de l'énergie et/ou au resserrement monétaire ..... 10%