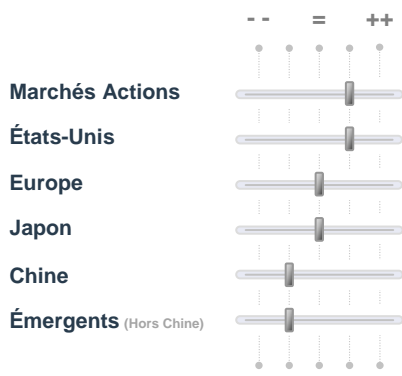


J F M A M J J A S O N D

Indicateurs de tendance



Des risques modérés

L'environnement économique et financier a peu changé d'un mois sur l'autre. La croissance est là, toujours portée par les émergents. Les risques – inflation, crise de la dette – sont désormais identifiés et jusqu'ici gérables. Il n'y a donc pas de raisons de modifier notre allocation d'actifs. Nous maintenons la part des actifs risqués à 85% sur nos portefeuilles offensifs et à 55% sur les portefeuilles équilibrés.

La croissance mondiale au rendez-vous

Cela fait maintenant deux ans que l'économie mondiale est sortie de la récession. Elle est entrée dans une phase du cycle où les surprises, qu'elles soient positives ou négatives, deviennent plus rares. Tout le monde est plus ou moins d'accord sur le diagnostic. La croissance mondiale est au rendez-vous, avec des zones d'ombres (États-Unis, Europe du Sud) et des zones de clarté (Europe du Nord, pays émergents d'Asie et d'Amérique du Sud). Le Japon reste un cas à part. L'économie est retombée en récession suite aux événements dramatiques du mois de mars. **Mais l'impact du choc japonais au reste du monde reste in fine limité.** À court terme, les interrogations, les doutes portent toujours sur les mêmes sujets : inflation et dette. À moyen terme, l'attention des gérants de portefeuille doit se concentrer sur les pays émergents, notamment la Chine, qui prend la place des États-Unis sur certains marchés mondiaux comme acteur dominant. On commence à voir apparaître des débats sur la présence de surcapacités en Chine. Pour l'instant cette menace sur la croissance mondiale nous semble faible, **en tout cas nettement plus faible que l'inflation ou la crise de la dette.**

Un choc inflationniste gérable

Le fait est établi : **l'inflation accélère dans les pays développés comme dans les pays émergents.** L'indice européen des prix à la consommation hors énergie et alimentation grimpe ainsi de 1,8% au mois d'avril sur un an contre 1,5% en mars. L'inflation chinoise dépasse 5% et l'inflation indienne approche 10%. Les coupables sont connus : la hausse des prix des matières premières et surtout en toile de fond, des politiques monétaires ultra expansionnistes.

La dérive de l'inflation reste préoccupante, notamment dans les pays émergents. **Ceux-ci devront mener une politique monétaire nettement plus restrictive,** ce qui pèsera sur la croissance. Le problème est moins aigu dans les pays développés où l'excès de demande sur l'offre n'est guère visible.

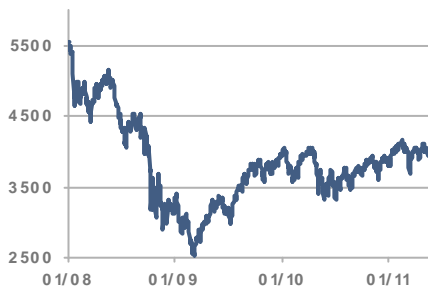
En tant qu'investisseurs, nous estimons toutefois que le problème de l'inflation est un peu moins préoccupant aujourd'hui qu'en début d'année. En effet, cette analyse étant peu ou prou consensuelle, elle est de fait intégrée en partie dans le prix des actifs. Par ailleurs, on ne peut exclure un mouvement de correction sur le marché des matières premières non agricoles. L'envolée récente des prix du pétrole conjuguée à une politique monétaire plus restrictive **peuvent contribuer à équilibrer l'offre et la demande.**

La dette, une crise chronique

Une bonne partie des pays industrialisés est sortie de la crise au prix d'une aggravation de leur endettement. **Cette dette est devenue une maladie chronique qui mettra longtemps à guérir.** Les cas les plus préoccupants concernent la périphérie de l'Europe, Irlande, Portugal et Grèce. Selon les économistes de Oddo Securities, cette dernière est insolvable. Les Européens ont donc le choix entre la

Évolution du CAC40

Depuis le 31/12/2007



Situation des marchés

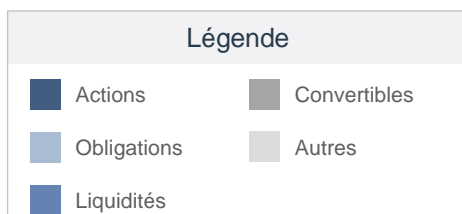
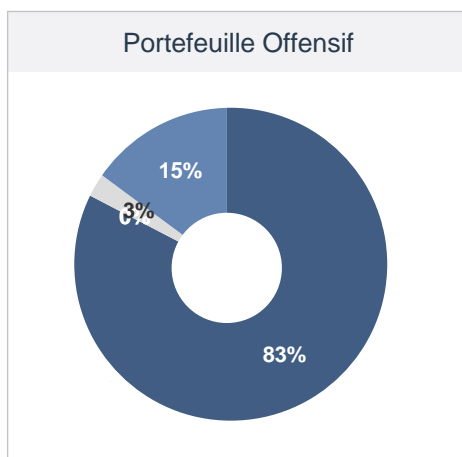
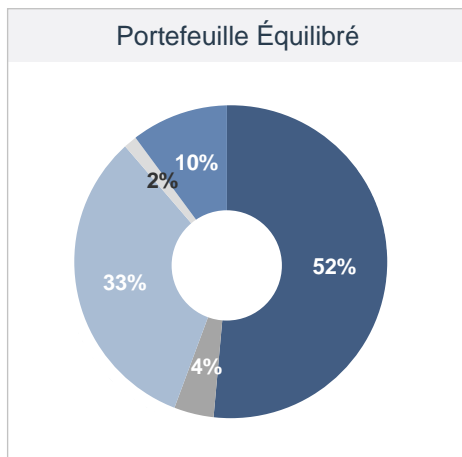
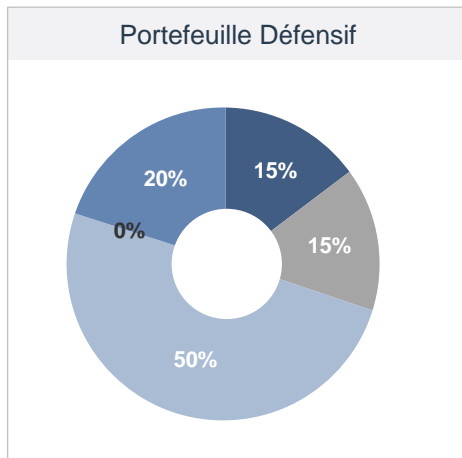
INDICES	DERNIER	YTD
CAC 40	4 027.7	5.86%
DJ EuroStoxx 50	2 890.6	3.50%
S&P500	1 343.6	6.84%
OAT 10 ans *	3.52%	16.00
Eonia *	1.16%	34.40
EUR / USD	1.4252	6.23%

* Variations exprimées en points de base

Nous contacter

Oddo Banque Privée
 12 boulevard de la Madeleine
 75440 Paris Cedex 09
 T : 01-44-51-85-00
 E : banqueprivée@oddo.fr

NOS PORTEFEUILLES MODÈLES



restructuration de la dette grecque et le sauvetage fiscal de la Grèce. La première solution est inacceptable aux yeux de la BCE ; le contexte politique ne permet pas d'envisager la deuxième. Du coup, les gouvernements ont reporté à une date ultérieure (2013 ?) toute décision sur le sujet. **Les tergiversations sur la Grèce et consorts n'ont donc pas fini d'empoisonner la vie des Européens.** Peut-elle la mettre en danger ? Pour l'instant nous répondons par la négative ; la volonté de préserver la construction européenne semble la plus forte.

Du côté des Etats-Unis, **la dynamique de la dette est inquiétante.** L'agence S&P l'a d'ailleurs mise sous surveillance négative. Il faut toutefois croire que les investisseurs n'en ont cure puisque le rendement du T-bond a baissé de 40 points de base sur le mois !

La crise de la dette est donc loin d'être terminée. **Celle-ci est susceptible de provoquer des bouffées de volatilité** mais à ce stade, sans doute pas de faire dévier l'économie mondiale du sentier de la croissance sur lequel elle chemine aujourd'hui.

Les marges des entreprises tiennent le coup

La croissance mondiale est confortable, les risques existent mais ils sont gérables. Voilà notre diagnostic ; il est relativement consensuel et c'est normal. Comme nous l'avons déjà mentionné, la période ne se prête pas aux analyses tranchées. On retrouve également ce discours dans les déclarations des entreprises. **En moyenne, celles-ci sont plutôt optimistes.** Selon le baromètre FT/The Economist du mois de juin, "l'horizon des entreprises commence à s'éclaircir". Le climat des affaires s'améliore et les intentions d'embauche augmentent. Plus intéressant, **l'inflation ne fait pas partie des principales menaces listées par les entreprises.** C'est là un trait qu'on retrouve au niveau des publications. Jusqu'ici, la plupart des entreprises arrivent à préserver leurs marges, malgré un environnement de coûts pas très favorable.

On l'aura compris, l'environnement global n'a guère varié depuis le mois dernier. Les indices boursiers européens, non plus d'ailleurs. En revanche, les bourses émergentes ont nettement baissé. Malgré cela, ces dernières restent relativement chères par rapport à leurs homologues occidentales. **C'est pourquoi nous préférons toujours jouer la croissance émergente à travers de belles sociétés européennes** (LVMH, Schneider, Nestlé, Daimler...).

Allocation inchangée

La visibilité sur la croissance mondiale s'améliore, **le risque de révision en baisse des résultats des sociétés est limité et la valorisation des entreprises reste raisonnable.** Le diagnostic est inchangé ; il n'y a donc pas de raisons de modifier notre allocation de portefeuille, d'autant que celle-ci est plutôt fructueuse. Après un début d'année difficile où notre sous-pondération en valeurs financières nous avait pénalisé, nous avons maintenant pratiquement comblé tout notre retard sur les indices. Les actifs risqués (essentiellement les actions, marginalement les matières premières) représentent 55% des portefeuilles équilibrés, 85% des mandats offensifs. **Nous continuons de sous-pondérer les poches monétaires et obligataires.** Au sein de cette dernière, notre préférence va toujours aux emprunts du secteur privé et aux obligations des pays émergents libellés en devises.

Hugues de Montvalon

Rédaction achevée le 20 mai 2011