

Regard sur les marchés

Les marchés n'ont finalement pas résisté à l'accumulation des mauvaises nouvelles, en finissant par craquer au cours de la saison estivale. Cacophonie institutionnelle tant en Europe qu'aux Etats-Unis, mise en garde sévère des agences de notation avec perte du AAA américain, chiffres économiques globalement décevants, indicateurs avancés inquiétants... Les causes de la chute boursière sont identifiées, et ont été déjà largement commentées. L'enjeu de la rentrée consiste désormais à anticiper, dans un contexte peu lisible où les facteurs politiques dominent les fondamentaux, à quel point les catalyseurs de cette tempête boursière sont pérennes, ou pas.

La crise de la zone euro : le plan du 21 juillet couplé aux achats par la BCE de dettes européennes sous haute tension n'a que très partiellement atteint son objectif. Car s'il a stoppé la spirale baissière sur les emprunts d'Etat italiens et espagnols, les taux grecs n'ont en revanche eu qu'un faible répit et intègrent aujourd'hui avec une très forte probabilité l'hypothèse d'un défaut dur. La résolution de la crise souveraine est donc loin d'être acquise ! Les détails du plan grec publiés le 26 août insistent à nouveau sur la nécessité d'une participation du secteur privé à hauteur de 90 % de son encours, ce qui semble extrêmement ardu à obtenir, les déclarations d'intentions les plus optimistes ne laissant pas espérer plus de 70 %. Le vote par les parlements nationaux n'est pas acquis, sans parler de la Finlande et de ses exigences de collatéral inacceptables pour les 16 autres, le débat fait rage au sein même de la majorité de Madame Merkel. Inutile dans ces conditions pour le marché d'espérer un Eurobond, vu par certain comme l'arme ultime de résolution de la crise. La rencontre Sarkozy-Merkel de mi-août l'a d'ailleurs repoussé.

La dette américaine : même si cela est paradoxal, la réaction du marché à la crise du plafond de la dette et surtout à la perte du AAA a été parfaitement logique. Cette dégradation a conduit à une ruée vers les obligations gouvernementales américaines et à une crise sur la plupart des autres actifs. Passé l'effet d'annonce et le timing discutable choisi par S&P, l'attractivité des obligations d'Etat

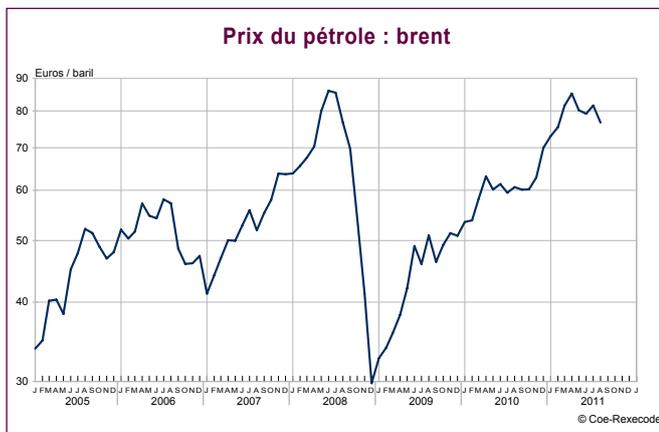
US est inchangée et cela devrait rester le cas à court terme, malgré la dégradation indéniable des finances publiques américaines.

Le ralentissement économique : c'est sans doute la surprise majeure de l'été. Les enquêtes dans l'industrie américaine (indice de Philadelphie), en Allemagne (IFO et ZEW) sont très clairement décevantes, mais encore faut-il rappeler que leur pouvoir prédictif est sans doute moins affirmé que par le passé : les ISM de début d'année laissaient prévoir une croissance américaine de près de 4 %, les révisions parues le 29 juillet ont été toutes autres en montrant une croissance très poussive, inférieure à 1 % en rythme annuel sur le premier semestre 2011. L'économie est donc en très net ralentissement, mais pas en récession. Ce ralentissement s'explique en particulier par une moindre contribution du commerce extérieur et plus spécifiquement des importations chinoises, et par les ruptures de chaîne de production à la suite de l'accident nucléaire japonais. De manière plus structurelle, l'immobilier américain continue d'être léthargique malgré la poursuite de la politique très agressive de la Fed. Le discours de Jackson Hole n'a pour l'instant pas apporté d'éclairage nouveau sur les mesures supplémentaires que pourrait prendre Monsieur Bernanke. C'est sans doute que la balle est plutôt dans le camp du gouvernement. Le président Obama annoncera-t-il début septembre des mesures de soutien au marché immobilier ? C'est ce qu'il a laissé entendre courant août. Deux voies possibles sont envisagées par le marché : un ajustement des conditions d'emprunt des ménages prenant en compte l'effondrement du prix de leurs biens (coût de la mesure estimé à 85 milliards de dollars) ou un achat par une structure de défaisance du surplus de maisons en vente afin de rééquilibrer le marché. Nous verrions une action dans ce domaine comme très positive.

En attendant le marché reste sous pression, ce qui nous conduit à garder des positions défensives, tant sur les actifs risqués que sur les marchés de dettes. A terme, le pessimisme ambiant et l'ajustement des valorisations pourront se révéler des facteurs de soutien, mais à ce stade, il est trop tôt pour poser ce diagnostic et accroître significativement les budgets de risque.

Dans les périodes de grande agitation financière, il est important de faire la part des facteurs psychologiques et des facteurs économiques et d'examiner objectivement les faits et les données économiques. Au stade actuel, **les observations les plus récentes ne traduisent pas un décrochage de l'économie réelle**, qui serait de nature à justifier la forte baisse boursière constatée cet été. Au mois de juin dernier, la production industrielle mondiale (cinquante principaux pays) a même augmenté de 0,4 % après des augmentations les mois précédents. Les données disponibles sur les principaux pays montrent que la production industrielle mondiale aurait encore progressé en juillet.

Les graphiques montrent l'évolution en euros du prix du pétrole (baril de Brent) et de l'indice moyen du prix des métaux communs de 2005 à aujourd'hui. Le "choc de prix" de 2009 à aujourd'hui est analogue à celui qui avait précédé le retournement de conjoncture de 2008. Si on tient compte en outre des matières premières agricoles, le choc récent apparaît encore plus élevé.



S'il n'y a pas de décrochage, **les indicateurs conjoncturels, pour la plupart antérieurs à la crise boursière, confirment bien le ralentissement de l'économie mondiale** que nous annonçons depuis notre Lettre d'avril dernier. Le volume du produit intérieur brut agrégé des cinquante principaux pays, qui avait reculé au rythme annualisé de 6 % deux trimestres de suite fin 2008, puis rebondi au rythme de 6 % (un seul trimestre) au début 2010, est revenu sur un rythme de l'ordre de 3,5 % l'an au premier trimestre 2011 puis de l'ordre de 2,5 % l'an au deuxième trimestre.

En juillet et août les indices PMI des directeurs d'achat se sont encore détériorés. L'indice PMI manufacturier de la zone euro est tombé au niveau de 50 généralement interprété comme reflétant une production stable. L'indice PMI des services est en revanche un peu au-dessus de 50. Aux Etats-Unis, l'indice PMI industriel est légèrement au-dessus de 50. L'indice des services est à 55, ce qui reflète une activité en augmentation modérée. Les permis de construire et les ventes de logements anciens sont stationnaires et le prix de vente des maisons est stable ou en légère baisse. Au Japon, la production augmente et récupère une partie du terrain perdu après la catastrophe de mars dernier. Dans les pays émergents, le ralentissement est aussi perceptible mais il s'agit d'une inflexion et non d'une rupture de croissance. En août, l'indice PMI manufacturier de la Chine est proche de 50. Le point préoccupant est le recul des importations de l'Asie émergente. Au total, **compte-tenu des indicateurs qualitatifs actuels, il faut s'attendre à un taux de croissance mondial encore réduit au troisième trimestre.**

On notera que le chiffre de 3,5 % pour la croissance mondiale, qui a été franchi à la baisse à l'hiver dernier, peut être considéré comme le seuil qui sépare traditionnellement les hausses et les baisses des prix des produits de base. Ces prix ont effectivement baissé depuis le début de l'année, de façon à vrai dire encore modérée. On peut penser qu'**un nouveau ralentissement de la croissance mondiale entraînerait de nouveaux reculs de prix de l'ensemble des produits de base.** Il se confirme en toutes hypothèses que le pic d'inflation mondiale est passé. Mesurées en rythme instantané, les tensions inflationnistes se sont réduites presque partout, le seul grand pays où elles restent préoccupantes est la Chine. Les autorités monétaires en sont conscientes et maintiennent une politique modérément restrictive.

Perspectives économiques

En juin dernier, le consensus des macroéconomistes envisageait une croissance économique mondiale de l'ordre de 3,2 % en 2011 et de 3,6 % en 2012 (après 4,0 % en 2010). Comment dans ce contexte justifier une chute brutale de la valeur des entreprises de l'ensemble de la planète de 16 % en un mois, chute qui a même atteint près de 30 % dans la zone euro depuis le printemps dernier ? Faut-il interpréter celle-ci comme un simple accident de parcours destiné à se corriger si la trajectoire de l'économie mondiale n'est pas trop déstabilisée ? Ou bien faut-il remettre profondément en cause les perspectives économiques elles-mêmes, la baisse des cours des actions s'analysant comme la correction d'une erreur d'anticipation par les marchés (et naturellement par les macroéconomistes) ?

Le ralentissement de l'activité n'est en réalité qu'une demi-surprise. Nous avons même souligné dans la Lettre du 1^{er} juin que le ralentissement déjà constaté était loin d'épuiser le potentiel de ralentissement entraîné par la hausse des prix des matières premières et du pétrole. Les hausses du pétrole et des métaux communs de 2009 à la mi-2011 sont analogues à celles qui avaient précédé le retournement de conjoncture de 2008 (graphique page 2).

Faut-il pour autant en conclure que nous sommes aujourd'hui exposés à une récession analogue à celle de 2009 ? Les arguments économiques contre sont assez nombreux. Le retournement de croissance de 2009 était intervenu à la fin d'une longue phase d'expansion alimentée par des excès de crédits dans la plupart des pays et des excès d'investissement et de stocks dans tous les pays. La donne actuelle est différente. La période d'expansion a été courte les ménages américains ont commencé à réduire leur dette et les grandes

entreprises ont d'importantes réserves de liquidité. Le risque aujourd'hui ailleurs mais il est tout aussi réel. C'est moins du côté du secteur privé que du côté du secteur public que se portent désormais les craintes des marchés financiers. L'accord européen du 21 juillet et l'accord bipartisan aux Etats-Unis de début août constituent tous deux des pas en avant vers une normalisation budgétaire mais n'ont pas pour autant calmé les inquiétudes. **Le problème principal est que la zone euro est en pleine divergence** (divergence de croissance, divergence d'endettement public, divergence de compétitivité). Avec du temps et au prix d'efforts continus, les problèmes de financement public peuvent sans doute être résolus. Mais **aucune solution n'est actuellement proposée au problème de la divergence des compétitivités. La visibilité sur l'avenir de la zone euro est donc très réduite et cela induit des comportements restrictifs.**

Aujourd'hui, plusieurs scénarios économiques sont possibles. Ce qui semble acquis c'est que l'inflation et les prix des produits de base seront orientés à la baisse. Ce qui n'est plus du tout acquis c'est la perspective de croissance et la viabilité même de la zone euro. **On peut espérer que les interventions de la BCE et la mise en place du FESF calment le jeu en Europe**, que la volatilité reflue et que l'économie revienne progressivement vers sa trajectoire antérieure. C'est l'hypothèse que nous privilégions. L'alternative beaucoup moins favorable serait que la baisse des actifs et le stress persistant ne conduisent à une hausse du taux d'épargne des ménages à des révisions en baisse des investissements des entreprises et à une crise de la dette publique échappant au contrôle de la BCE, conduisant alors à un scénario de franche récession européenne.

Scénario de référence 2011 et 2012

		2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,6	2,6
	Zone euro	1,8	1,3
Taux d'inflation*	Etats-Unis	3,0	2,0
	Zone euro	2,2	2,0
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	1,50	1,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,50	4,00
	OAT	3,00	3,50

Nous révisons sensiblement en baisse, la croissance pour 2011 et les perspectives d'inflation ainsi que les taux d'intérêt.

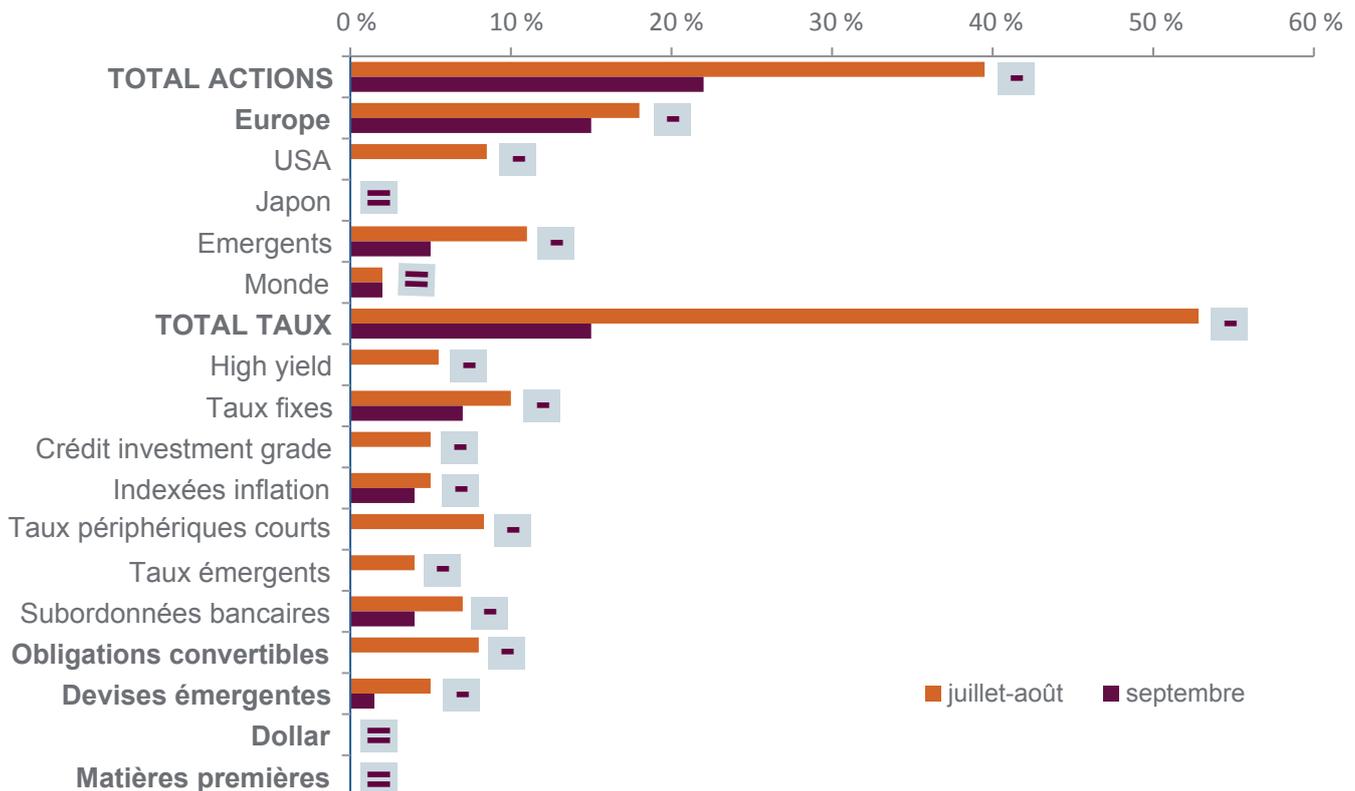
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

Nos convictions

La gestion flexible

Notre gestion flexible, fondée sur les principes de la gestion dissymétrique™, est illustrée au travers du fonds diversifié LFP Patrimoine Flexible.

Variation mensuelle de nos allocations (en %)



Prudence

L'environnement s'est fortement dégradé cet été avec une volatilité extrême et une forte corrélation à la baisse des classes d'actifs risqués. La prudence s'impose donc.

Nous avons, dès le début de l'été, diminué la part du risque dans le portefeuille pour adopter un biais défensif. Sur les actions, le delta de 35 % début juillet a ainsi été porté à 20 % fin août, après un point bas à 12 % au cours du mois d'août. Les fonds actions américaines et émergentes qui avaient mieux résisté que les actions européennes ont été cédés au profit d'un repositionnement sur des contrats futures pour gérer plus activement l'exposition du portefeuille.

Sur les taux nous avons, en amont de l'été, cédé le crédit lui aussi résilient. Début août nous avons vendu les obligations périphériques soutenues par les interventions de la BCE.

Nos convictions

Nous sommes plutôt faiblement exposés sur les actions et sur les taux, et la part de cash est donc très significative. Cette situation d'attente devrait perdurer une partie de l'automne, ce qui permettra, l'heure venue, de capter quelques opportunités.

Sur la poche actions, les fortes incertitudes qui pèsent sur l'Europe nous conduisent à rééquilibrer l'allocation au profit des actions US. Nous guettons également le moment de renforcer notre poche d'actions Emergentes.

La poche obligataire est simplifiée et recomposée de produits obligataires plus classiques, au détriment des stratégies de portage qui n'ont pas suffisamment protégé la performance cet été.

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.