

Regard sur les marchés

Après l'effondrement des bourses occidentales et le chaos sur l'ensemble des classes d'actifs risqués observés cet été, septembre voit **l'épicentre des inquiétudes se déplacer très nettement** des pays développés – Etats-Unis mais surtout Europe – **vers les zones émergentes**. Les marchés actions américain et européen soufflent en opérant une phase de consolidation baissière d'amplitude mesurée (autour de -5 %), tandis que les marchés émergents, bourses et devises, cèdent brutalement au pessimisme et opèrent un violent rattrapage à la baisse. Les indices Bovespa (Brésil) ou Hang Seng (Chine), s'affichent ainsi à -25 % YTD, en ligne avec le repli annuel des indices européens. Concomitamment, les matières premières plongent de 10 % en un mois, le pétrole en particulier, les devises émergentes s'effondrent, les courbes de taux des pays refuges (USA, Allemagne) poursuivent leur aplatissement, et le dollar rebondit tandis que l'or opère un retournement brutal et inattendu dans ce contexte d'aversion persistante au risque. La seule lecture de ces indicateurs financiers aboutit à une conclusion sans appel : **les marchés intègrent désormais un scénario très sombre de récession globale** dont ne sont plus exclus les pays qui, jusqu'alors, tiraient la croissance mondiale. Le pire est-il pour autant certain ?

- Outre-Atlantique, à ce stade, le décrochage tant redouté de l'économie américaine n'a pas eu lieu si l'on en croit la teneur des indicateurs instantanés publiés tout au long du mois. L'activité a donc tenu en aout, le verdict pour l'automne est plus aléatoire, mais les indicateurs avancés de type ISM ne valident pas pour l'instant de manière tranchée l'entrée en récession.
- Les nouvelles en provenance des leaders de la croissance mondiale sont objectivement plus inquiétantes : jusque-là résilients, Corée, Chine, Russie, Brésil... sont en proie au doute. Rupture dans la production industrielle coréenne, Chine partagée entre bien-fondé d'une politique de relance et contrôle des prix, Russie malmenée par le décrochage du prix du pétrole et la fragilité de son modèle économique, chute vertigineuse du Réal qui perd 18 % contre \$... toutes ces observations permettent de réaliser, une fois de plus, que le découplage des écono-

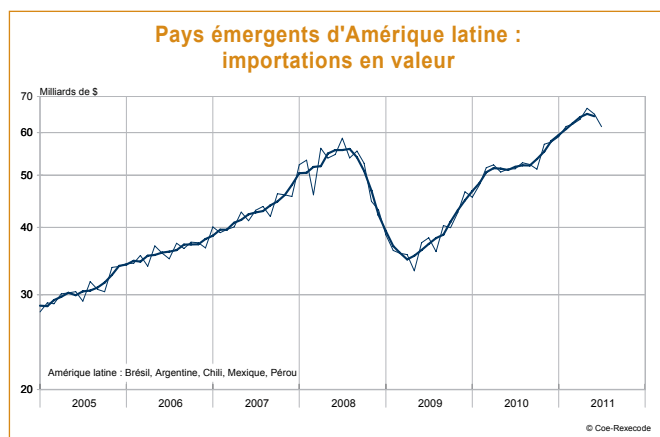
mies est une notion bien théorique pour les marchés. Mais cette imbrication des grandes économies mondiales n'est pas incompatible avec le maintien d'un écart de croissance très favorable aux pays émergents, dès lors que les circuits de financement internationaux ne se grippent pas...

- Enfin l'Europe, au bord de la récession, avance à pas hésitants dans la mise en œuvre des décisions du plan du 21 juillet : la Grèce ne pourra pas respecter ses engagements budgétaires malgré les efforts fournis et l'audit fiscal de la Troïka dont dépend le versement de la 6^e tranche de 8 Mds€ d'aide, se solde par un report en novembre de tout octroi. Les conditions financières du PSI sont en outre rediscutées mais la probabilité d'une adhésion importante du secteur privé augmente au fil de la dégradation des conditions de marché... et l'idée d'une 2^e phase de restructuration, post bouclage du PSI et sur les souches non concernées, fait son chemin. L'autre chantier politique majeur consiste désormais à tenter de juguler le risque de contagion, et là, saluons la bonne nouvelle de la ratification de l'extension des moyens du FESF par l'Allemagne, qui augure d'un succès dans les derniers pays non encore engagés. La BCE, aux côtés des autres grandes banques centrales, veille à assurer liquidité et stabilité au système bancaire dans la tempête : au-delà des supputations sur l'imminence d'une baisse des taux, il nous semble plus intéressant de noter l'extension des collatéraux à tout type de dettes, ce qui élargit amplement l'accès à la liquidité !

Dans ce contexte d'extrême défiance, seules des décisions politiques courageuses et une gouvernance mondiale plus synchrone sont à même **d'éviter que le choc d'incertitude qui menace actuellement la croissance mondiale ne dégénère en une contraction auto-entretenu**e de l'activité économique. L'évolution récente de la position allemande est porteuse d'espoirs mais le chemin est encore long et les investisseurs traumatisés. La perspective de cet automne sous haute tension milite toujours pour une allocation prudente en dépit des opportunités à moyen terme qui se dessinent dans ces marchés souvent excessifs.

Les moteurs de l'activité économique mondiale ne sont pas à l'arrêt, mais ils tournent désormais au ralenti. Dès le deuxième trimestre, la croissance mondiale était tombée au rythme de 2,5 % l'an et tous les indicateurs récents reflètent un nouveau ralentissement au cours de l'été. On peut s'attendre au mieux à un taux de l'ordre de 2 % au troisième trimestre. **Le ralentissement est général et le "couplage" des économies est presque parfait**, montrant l'interdépendance très forte entre les zones économiques du monde et la concordance des mouvements conjoncturels. Cette situation ne doit pas masquer que les tendances de moyen terme ne sont pas les mêmes dans tous les pays.

Les importations des pays émergents sont en recul depuis quelques mois, comme le montrent les graphiques des importations de la Chine et de l'Amérique Latine. Ce recul reflète le début de baisse des prix des produits de base mais aussi la baisse du rythme d'activité dans ces pays.



L'Europe et les Etats-Unis sont depuis une dizaine d'années sur des tendances assez proches en termes de croissance par habitant (0,7 à 0,8 % l'an en moyenne sur la période 2000-2010), les pays émergents sont 4 à 5 points au-dessus. Ces écarts persistent dans la phase de ralentissement de sorte que la croissance mondiale reste positive alors que l'Europe est au bord de la récession.

Les données récentes sur les Etats-Unis sont mitigées, mais meilleures qu'en Europe. L'industrie stagne, les commandes nouvelles à l'industrie augmentent. Cependant, l'activité dans les services continue d'augmenter, le secteur de l'immobilier reste déprimé avec toutefois un début de redressement des dépenses de constructions non-résidentielles du secteur privé.

L'Europe est peut-être déjà en récession. Les indicateurs de conjoncture se sont brutalement dégradés et les indices PMI de l'industrie et des services sont passés au-dessous du seuil de 50. La baisse boursière de l'été traduit ces changements de tendance mais elle va toutefois au-delà de ce que justifieraient les révisions macroéconomiques. Elle reflète aussi pour une large part la crainte d'une perte de contrôle des dettes publiques, peut-être même l'incertitude sur la pérennité de la zone euro en tant que zone monétaire. Le problème est que la crise financière s'est étendue au-delà des frontières européennes. L'indice boursier moyen des pays émergents a désormais reculé de 25 % et le spread entre le taux moyen des pays émergents et le taux américain (indice EMBI + global) s'est brutalement tendu de 275 à 430 points de base. La diffusion de la crise financière fait craindre un effet de retour négatif sur l'économie réelle, c'est-à-dire sur la croissance économique. On notera d'ores et déjà un repli des importations du Brésil et une dégradation des indices du climat industriel en Chine. Par ailleurs, **la contraction des importations chinoises exerce un effet dépressif** sur l'économie mondiale. Paradoxalement, **la désinflation amorcée à l'hiver dernier et qui se poursuivait depuis paraît interrompue.** Le taux d'inflation de la zone euro de septembre est de 3,05 % en glissement annuel et de 3,25 % en rythme annualisé sur les trois derniers mois. Ce rebond peut difficilement s'expliquer dans le contexte actuel de stagnation de l'activité et de baisse des prix des produits de base et il devrait être temporaire.

Perspectives économiques

L'ensemble des prévisionnistes publics et privés ont révisé en baisse leurs prévisions de croissance de toutes les régions du monde pour 2011 et pour 2012. C'est le cas par exemple du Fonds Monétaire International qui envisageait au mois de mai dernier un taux de croissance mondial de 4,4 % pour 2011 et de 4,5 % pour 2012 et a ramené ces chiffres à 4,0 % pour 2011 et 2012 dans ses perspectives de septembre.

Pour les Etats-Unis la moyenne des prévisions des instituts calculée par *Consensus Forecast* était en juin dernier de 2,5 % pour 2011 et 3,1 % pour 2012. Ces chiffres ont été réduits à 1,6 % et 2,1 %, soit environ un point de moins. Pour la zone euro, les prévisions moyennes avant l'été étaient de 2,0 % pour 2011 et de 1,7 % pour 2012. Elles sont désormais de 1,7 % pour 2011 et de 1,0 % pour 2012. Les changements sont sévères mais ils sont loin d'annoncer par eux-même une rupture analogue à celle de 2008-2009. A titre de comparaison, le taux de variation du PIB avait été de - 3,6 % aux Etats-Unis et de - 4 % pour la zone euro. Pourtant certains marchés boursiers se sont approchés de leurs points bas de 2009.

Il faut sans doute éviter de voir le monde au travers du prisme européen, a fortiori au travers du seul prisme français. La baisse du Dow Jones à New York a été de 10 % entre la fin juillet et la fin septembre, la baisse de l'Eurostoxx Broad de 18 %, la baisse du CAC40 de 25 %. L'anomalie européenne tient sans nul doute à la disparition brutale de toute visibilité sur l'avenir de la zone euro. Il en résulte un **climat de profonde inquiétude chez l'ensemble des opérateurs financiers et acteurs économiques**. Le sentiment est que

les gouvernements ont un peu perdu le contrôle de la situation et qu'une vraie menace de cascade de défauts existe en Europe.

Un tel risque ne pourra pas être écarté tant que des moyens crédibles de le contrer ne seront pas en place. Plusieurs pays, dont la France et l'Allemagne, ont désormais voté la réforme du FESF et l'accroissement de ses ressources. Il reste encore quelques étapes à franchir, donc un certain suspense jusqu'à la fin octobre. Il est très probable cependant que le plan européen du 21 juillet ira à son terme et qu'il sera donc prochainement opérationnel. Cela signifie que le FESF pourra prêter aux pays qui n'ont plus accès au marché (Grèce, Portugal, Irlande) voire à certaines banques les sommes nécessaires à leur rétablissement financier. Ce plan est correctement calibré pour accompagner le rétablissement de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande. Mais la question d'ores et déjà posée avec insistance est celle de l'efficacité du dispositif si la menace se transférait sur un pays plus important, l'Italie notamment dont les besoins de refinancement sont très élevés. **A force de craindre le pire on peut finir par le provoquer.**

Il est difficile dans un tel contexte de considérer qu'une seule prévision économique peut résumer la situation. Un accident politique ou financier ou bien la persistance durable de doutes sur la capacité européenne à endiguer le risque de contagion nous ferait basculer dans la récession. Dans le cas contraire que nous privilégions, où la mise en place du FESF serait suivie d'une baisse de la volatilité financière, **l'économie européenne pourrait reprendre un peu de vigueur au printemps prochain.**

Scénario de référence 2011 et 2012

		2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,5	2,3
	Zone euro	1,6	1,1
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	2,00	4,00
	OAT	3,00	3,50

Les perspectives ci-contre sont établies dans l'hypothèse où la mise en place du FESF permet de retrouver une certaine visibilité financière. C'est l'hypothèse qu'il convient de privilégier. L'approfondissement de la crise de la zone euro entraînerait un basculement dans la récession et des taux d'inflation plus bas.

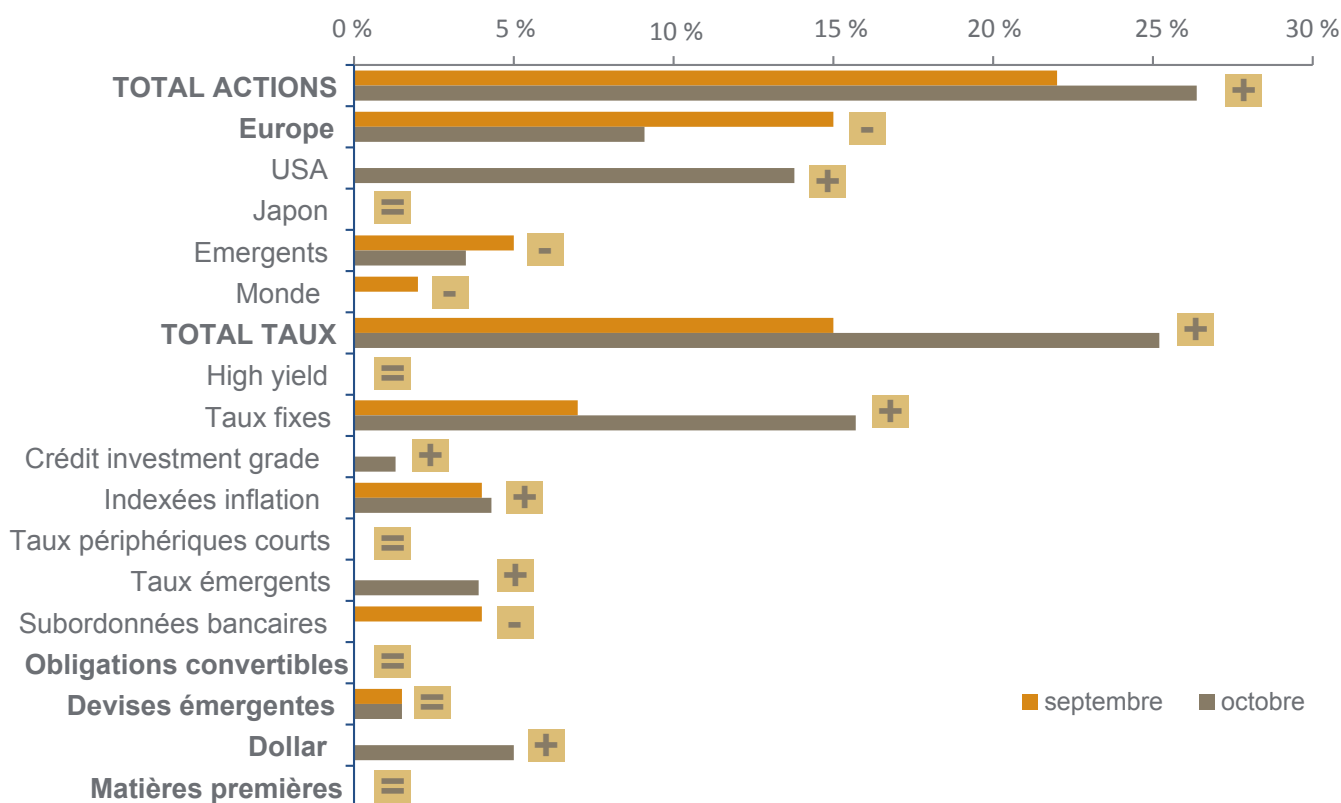
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Renforcement des actifs protecteurs

Nous avons conservé le biais prudent que nous avons adopté cet été.

Néanmoins, la construction d'un portefeuille à base d'actions modérément pondérées et de produits obligataires de portage s'est avérée pénalisante lors de la crise estivale et l'allocation d'actifs a été revue pour intégrer davantage de supports d'investissement susceptibles d'amortir de nouveaux chocs, dans un contexte toujours très volatil et nerveux. La partie "core" obligataire est ainsi renforcée et une exposition sur le dollar de 5 % est initiée.

Nous avons en outre profité de la capitulation des marchés émergents, dont les fondamentaux sont solides, pour revenir sur la partie obligataire qui offre aujourd'hui un rendement attractif.

Côté actions, l'exposition sur le marché américain, dont les

fondamentaux nous semblent plus solides, a été renforcée, pour être ensuite complétée en actions européennes dans la phase d'accélération à la baisse. Au global notre allocation en actions s'accroît de 5 %.

Le risque global du portefeuille est resté stable : le renforcement en actions a été compensé par les investissements concomitants en obligations et en dollar. Nous consommons la moitié du budget de risque autorisé. La volatilité ex ante est de 4,97 %.

Malgré des marchés qui peinent à se stabiliser, nous sommes persuadés que des opportunités d'investissement vont apparaître compte tenu de la violence irrationnelle de certains mouvements et de l'aberration de certaines valorisations. Nous restons très largement liquides, à l'affût et prêts à un renforcement du niveau de risque en cas d'exagération baissière.

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. La Française AM 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 La Française AM.