

Regard sur les marchés

Après un mois de janvier exceptionnel en termes de performances financières, toutes classes d'actifs risqués confondues, février se caractérise par une inflexion du rythme de cette progression, dans une tendance qui reste favorable. Les différents indices terminent ainsi le mois sur des variations très homogènes, qu'ils s'agissent d'actions ou de crédit et sur toutes zones géographiques, dans une fourchette étroite entre + 1 % et + 4 %. Exception notoire à ce constat, la hausse du pétrole qui s'affiche à plus de 7 % sur le mois.

- Les nouvelles économiques restent, hors zone euro, en ligne avec la tendance positive observée depuis fin 2011, même si le momentum se tasse aux États-Unis. Après **4 mois d'accumulation de surprises américaines positives**, il va en effet devenir de plus en plus difficile de compter sur des chiffres qui excèdent les attentes des marchés, en particulier sur l'emploi et la consommation. En Europe, en dépit de la normalisation des dettes gouvernementales, les indicateurs avancés montrent que **l'activité économique reste fragile et l'octroi de crédit anémié**. Et les difficultés récentes rencontrées par les Pays-Bas dans l'atteinte de ses objectifs budgétaires, montrent que le chemin est ardu, et pas uniquement au sud ! Toutefois, l'apaisement de la situation européenne et le redressement de l'activité américaine permettent de compter sur un **enchaînement vertueux** dont les effets se font déjà sentir **dans les zones émergentes** exportatrices, Chine en tête, où les indicateurs avancés se redressent.
- Nous restons dans ce contexte très attentifs à la trajectoire haussière du **prix du pétrole**, tiré par la persistance de la demande émergente et les tensions au Moyen-Orient, car il pourrait peser à terme, sur les économies développées affaiblies ou convalescentes.
- Sur un plan politique, l'adoption du **plan européen pour la Grèce** le 20 février, constitue, avec 130 Mds€ d'aides jusqu'en 2014 et un PSI qui effacerait plus de 100 Mds€ de dettes

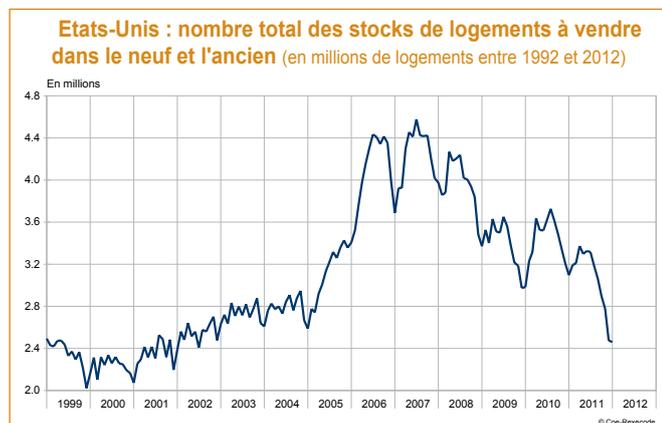
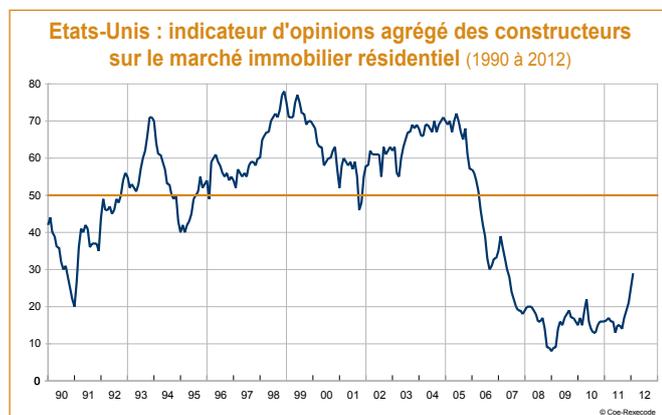
en cas de succès, une **avancée positive indéniable**. Les marchés en font toutefois une lecture prudente car il subsiste un certain nombre d'incertitudes sur son exécution : la Troïka elle-même a commenté cette victoire avec circonspection, accentuant ainsi les doutes sur la soutenabilité économique, sociale et politique de ce plan, une très large participation au PSI n'est en outre pas acquise à ce stade, et les dirigeants européens ont reporté toute décision sur le renforcement des fonds de secours (FESF et MES) qui conditionne pourtant tout accroissement de la participation du FMI.

- Enfin, **l'allocation par la BCE de plus de 500 Mds€** (300 Mds€ en net) de liquidités à 800 banques de la zone, montre sa **détermination à circonscrire toute spirale vicieuse** que pourrait entraîner un apurement simultané des bilans publics et privés, et à éviter pénurie de crédit et aggravation du risque récessif. On sait que les banques italiennes et espagnoles y ont largement recours, participant ainsi via une vaste opération de QE indirect, à la normalisation de leurs dettes publiques domestiques.

La conjonction de ces divers facteurs, économiques, politiques et monétaires, offre aux marchés un horizon plutôt dégagé à court terme et nous restons positionnés plutôt de manière offensive en termes d'allocation d'actifs pour en tirer parti, comme détaillé en dernière page. Outre l'évolution des fondamentaux macro et micro-économiques, nous demeurerons toutefois attentifs dans les semaines à venir aux évolutions politiques en zone euro, y compris en France où la campagne électorale bat son plein, et où le couple franco-allemand est mis à l'épreuve ! Désormais libérées de la pression des marchés, **il serait dommage que les instances européennes et les gouvernements locaux ajournent l'activation des fonds de secours et la mise en œuvre des réformes structurelles** qui s'imposent. Faute de quoi les marchés ne manqueront pas de les rappeler à l'ordre...

Au quatrième trimestre 2011, le PIB "mondial" a progressé au rythme d'environ 2 % l'an par rapport au trimestre précédent. C'est sensiblement moins qu'au cours des trimestres précédents. **La tendance au ralentissement de l'activité est donc confirmée**, même si elle a été temporairement accentuée au quatrième trimestre par le choc financier de l'été dans la zone euro et par les effets retardés du tsunami au Japon (recul du PIB au deuxième trimestre, fort rebond au troisième, normalisation au quatrième). Le tassement de croissance explique sans doute la baisse des prix des produits de base au deuxième semestre. Mais les prix ont nettement rebondi début 2012 comme le prix du pétrole et la croissance mondiale semble se renforcer en début d'année, les pays émergents restant orientés positivement et l'amélioration conjoncturelle se poursuivant aux Etats-Unis. La liquidité mondiale n'est pas un obstacle **puisque la masse monétaire mondiale agrégée continue d'augmenter à un rythme proche de 9 % l'an**.

Le marché de l'immobilier de logement aux Etats-Unis évolue dans un sens plus favorable. Le premier graphique (période 1999-2012) montre que les stocks de logements à la vente s'épuisent, ce qui signifie qu'une inflexion positive de la demande devra se traduire en constructions nouvelles. Le deuxième graphique (qui couvre la période 1990-2012) confirme que les promoteurs constructeurs perçoivent une amélioration prochaine.



Aux Etats-Unis, la croissance du quatrième trimestre a été révisée en hausse à 3 % l'an (ce qui donne un taux moyen pour l'année 2011 de 1,7 %). La production manufacturière progresse régulièrement. Le taux d'utilisation des capacités de production, encore en-dessous de sa moyenne passée, approche désormais de cette moyenne. Les ventes au détail augmentent. Le redressement des mises en chantier de logements s'est poursuivi et l'indice du solde des opinions des promoteurs sur leur niveau d'activité est en nette hausse (graphiques ci-contre). La hausse des prix à la consommation est de 2,9 % sur un an, l'inflation sous-jacente est stable à 2,3 % l'an. La remontée des prix du pétrole se fera probablement sentir dans les prochains chiffres de l'inflation et pourrait peser sur le pouvoir d'achat. En revanche l'investissement productif est en net progrès. **Le déficit du budget fédéral américain ne se réduit pas**.

Dans la zone euro, la production industrielle a atteint un point haut au cours de l'été dernier puis elle s'est franchement orientée à la baisse. Les mauvaises nouvelles concernent la consommation. Le volume des ventes au détail baisse depuis dix-huit mois et les perspectives d'amélioration sont très faibles. Le climat des affaires dans le commerce de détail a fortement chuté comme l'indice de confiance des consommateurs. **Le PIB de la zone euro s'est contracté au quatrième trimestre au rythme annuel de 1,3 %**. Le climat des affaires dans l'industrie a cependant cessé de se détériorer. Le glissement sur un an des prix à la consommation était de 2,6 % en janvier 2012, les relèvements de taxes contribuant à cette hausse. Hors énergie et produits saisonniers, la hausse des prix est ramenée à 2,0 % l'an.

On souligne pour terminer que **des changements s'opèrent dans la circulation des flux financiers dans le monde**, sans que la cohérence avec les mouvements de change n'apparaissent clairement pour l'instant. Les Etats-Unis affichent toujours un déficit extérieur très élevé (plus de 700 milliards de dollars pour la balance commerciale, 450 milliards de dollars pour la balance courante). L'excédent japonais est en passe de disparaître, pour la première fois depuis plus de trente ans. Les excédents commerciaux des pays émergents d'Asie ont fondu depuis l'automne. Quant à la zone euro, les importations reculent sous l'effet de la baisse de la consommation, et comme les exportations augmentent, la balance commerciale dégage un excédent record à plus de 90 milliards d'euros l'an. L'équilibre est sans doute assuré par les excédents pétroliers et d'autres zones du reste du monde.

Perspectives économiques

Les économistes s'accordent actuellement sur le scénario d'une récession douce de la zone euro ("mild recession") se terminant au premier semestre 2012, suivie d'un retour très progressif à la croissance. L'expansion accélérerait un peu aux Etats-Unis en 2012, après un résultat estimé à 1,7 % en 2011. L'expansion se tasserait un peu dans les pays émergents tout en restant soutenue. Ce scénario en demi-teinte traduit la difficulté d'apprécier les risques liés à plusieurs points d'incertitudes. L'issue peut d'ailleurs conduire à des révisions en baisse comme à des révisions en hausse.

Dans la zone euro, **la première incertitude tient à l'interprétation de la conjoncture récente**. Les comportements des acteurs économiques ont été fortement perturbés à l'automne par la crise financière européenne. Les enquêtes de conjoncture ne traduisent pas d'amplification de la perte de confiance. Il semble même au contraire qu'après une chute spectaculaire, une normalisation des anticipations est en cours. Il serait donc logique que l'on revienne progressivement vers la tendance antérieure qui était, il faut le rappeler, plutôt une tendance de reprise modérée sans autre obstacle que l'instabilité financière au sein de la zone euro.

La seconde incertitude vient précisément de la crise financière et des difficultés de son pilotage politique. Les crédits accordés en grande quantité et pour une durée longue par la Banque Centrale Européenne aux banques commerciales (environ mille milliards d'euros) ont nettement détendu les marchés, rassurés par ailleurs par les changements politiques mis en œuvre en Espagne et en Italie. **La détente des taux**

de rendement peut laisser croire que la question européenne est en voie de règlement. L'épisode grec montre néanmoins que le chemin du retour à la normale est parsemé d'embûches. L'interminable bras de fer entre l'Etat grec, les pays européens, le FMI et les banques confirme s'il en était besoin **que le règlement d'une crise d'endettement est nécessairement long**, le temps qui passe étant par lui-même un élément de la solution. Les créanciers intègrent en effet progressivement leurs pertes et les absorbent financièrement de sorte que la confirmation officielle du défaut ou de la perte n'a finalement plus d'impact significatif et que les risques de contagion sont plus circonscrits. Cependant, le temps qui passe laisse aussi planer un risque de nouveau rebondissement ou d'accident imprévu. Or, il faut reconnaître que **l'on ne voit pas aujourd'hui quand et comment pourront se régler les multiples divergences économiques et financières entre les pays de la zone euro**, notamment les problèmes de compétitivité, alors que les résistances s'affirment dans les pays susceptibles de garantir la stabilité.

Enfin, **une troisième incertitude, déjà évoquée dans notre dernière lettre, découle de la remontée du prix du pétrole**. Celle-ci s'explique par les inquiétudes sur l'approvisionnement et sans doute par une demande mondiale toujours soutenue. Vigueur de la demande en provenance des pays émergents, raffermissement de celle en provenance des pays développés, arrêt des centrales nucléaires dans certains d'entre eux se conjuguent avec les risques géopolitiques au Moyen-Orient et poussent les prix du Brent au-delà des 120 dollars le baril.

Scénario de référence pour 2012

Scénario de référence pour 2012		2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,7	2,6
	Zone euro	1,5	0,5
Taux d'inflation*	Etats-Unis	3,2	2,1
	Zone euro	2,7	2,0
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	1,00	0,75
Taux à 10 ans**	T-notes US	1,86	3,00
	OAT	3,15	3,50

Peu de changement de notre scénario de référence. Celui-ci illustre une consolidation de la croissance américaine et une reprise modeste de l'activité dans la zone euro à partir de l'été prochain. L'inflation diminuerait en 2012 et les taux d'intérêt resteraient bas tout en remontant légèrement vers un taux d'équilibre.

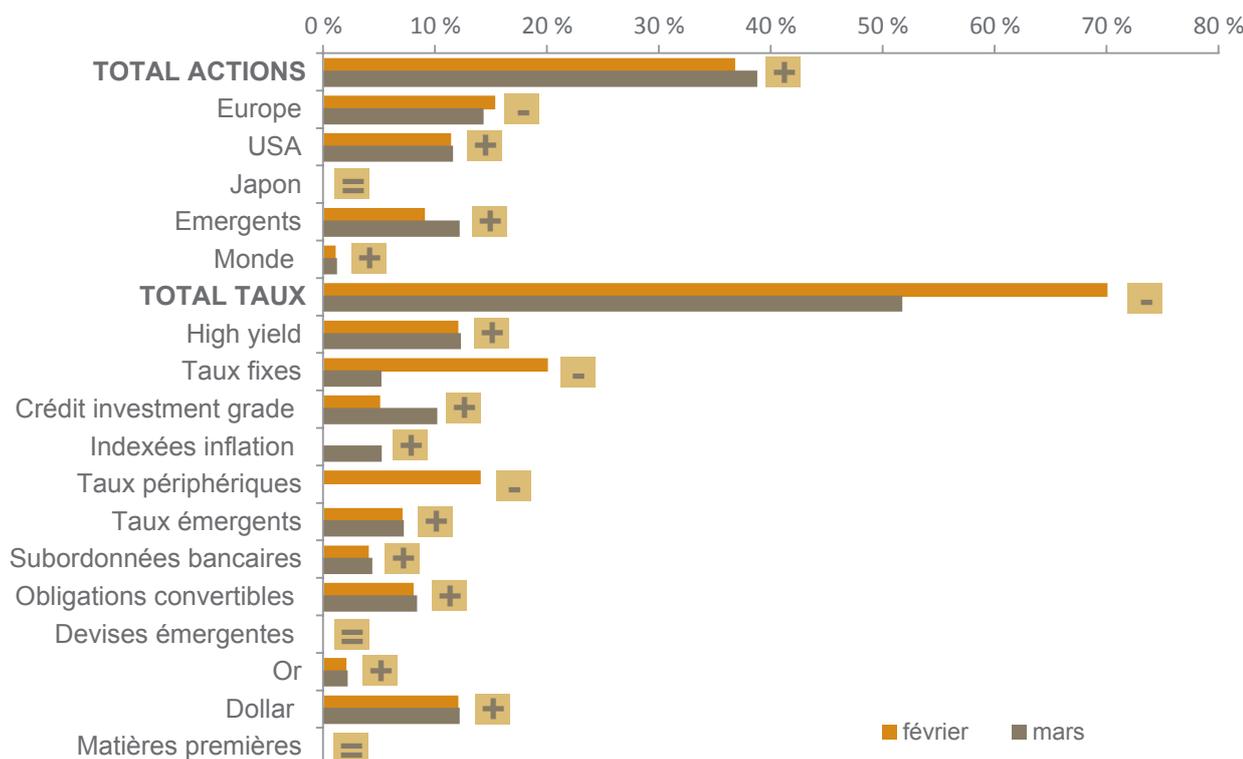
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



La fin des excellentes nouvelles ?

La conjonction de facteurs porteurs développés en première page permet aux marchés de poursuivre leur progression même si la hausse est un peu moins marquée qu'en janvier sur les actions. En revanche l'amélioration du crédit est toute aussi importante et le resserrement des "spreads" des obligations périphériques encore très tangible, en particulier sur les obligations italiennes. Les marchés émergents (actions et dettes) ont également profité de cet afflux de liquidités spécialement les zones bénéficiant de la hausse des matières premières, et on observe sur le dernier mois un accroissement sensible des flux en faveur des fonds émergents, obligataires dans un premier temps, puis actions plus récemment.

Les indicateurs de risques sont tous au vert avec une forte baisse de la volatilité.

Nous avons, dans ce contexte, peu modifié l'orientation globale du fonds, dont le risque avait été accru en début d'année, mais simplement ajusté certaines positions :

- En rééquilibrant l'allocation géographique actions au profit des zones émergentes,
- En prenant nos profits sur les obligations italiennes détenues depuis novembre,
- En cédant les obligations 10 ans US, le risque de hausse des taux semblant désormais plus élevé que la protection apportée,
- En intégrant, en contrepartie, des obligations indexées sur l'inflation, dont la valorisation ne reflète pas entièrement la hausse des matières premières.

Notre curseur de risque reste donc à un niveau élevé afin de capter la dynamique favorable des marchés. Comme évoqué en première page, certains risques (économiques, politiques, électoraux) sont toutefois susceptibles de troubler le très beau parcours de certaines classes d'actifs depuis le début de l'année. Nous n'hésiterons pas si besoin à prendre des profits et à baisser la voile à la veille d'une période qui devrait être un peu plus incertaine.

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.