

Regard sur les marchés

Mars marque **une pause en termes de tendance** sur les marchés financiers avec le retour de **différentiations marquées** sur la performance des diverses classes d'actifs. C'est donc un mois de consolidation pour les bourses européennes qui se replient au global de 2 % à 3 % mais avec des disparités considérables entre les pays, l'Espagne faisant figure de lanterne rouge. C'est également le cas pour les bourses émergentes avec la Chine qui se distingue à la baisse, ou sur le pétrole qui perd près de 5 %. En revanche les indices américain ou japonais, tout comme les valeurs technologiques, continuent leur progression et s'affichent entre +3 % et +5 % sur le mois. La sphère crédit, dans son ensemble (convertibles, dettes financières subordonnées ou pas, dettes d'entreprises) se tient très bien, tandis que certaines dettes gouvernementales périphériques se tendent nettement, en particulier en Espagne et en Italie. Après une période de rallye généralisé, **les marchés sont donc entrés dans une phase plus discriminante, où les fondamentaux de chaque classe d'actifs importent davantage.**

- Il y a objectivement peu d'éléments nouveaux sur l'environnement macro-économique: tout juste observe-t-on des anticipations divergentes sur les indicateurs avancés de type PMI en **Chine** qui entretiennent un **certain flou sur l'atterrissage de l'activité** et divisent les stratégestes sur l'imminence d'un nouvel assouplissement monétaire, probablement attendu avec trop d'impatience... La bourse chinoise souffre de ces incertitudes d'autant que les résultats des entreprises locales ont déçu sur Q4, mais au-delà de cette phase de doutes, le monde émergent reste à notre sens dans **une dynamique croissance/inflation favorable**. Aux **Etats-Unis**, si le momentum des bonnes nouvelles s'est affaibli, la spirale vertueuse emploi/confiance/revenu/consommation est enclenchée, et le **découplage avec l'Europe** est pour l'instant très net. Cette dernière reste enlisée, et sans doute pour longtemps, dans une équation complexe qui devra garantir un engagement ferme à **rééquilibrer**

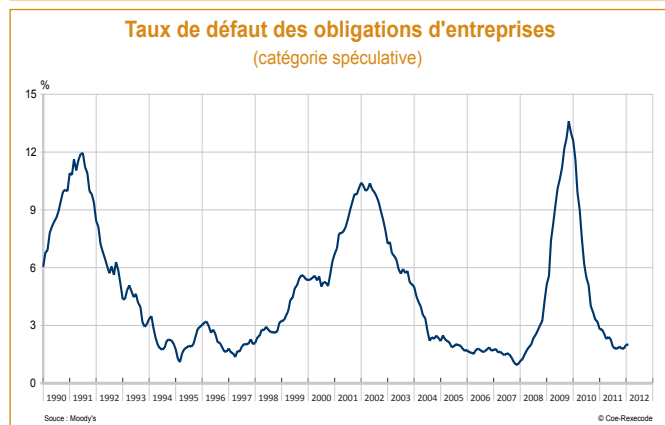
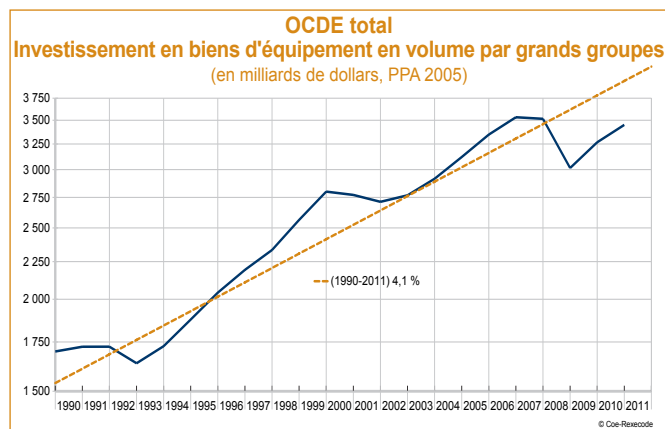
les comptes publics, tout en maintenant un certain niveau de croissance. Le tout dans un **environnement politique et social** de plus en plus tendu (Espagne, Portugal, Italie) et avec des perspectives électorales pour le moins incertaines (France, Grèce).

- Au chapitre des faits marquants absorbés comme un non évènement, le cas du **défait grec** restera dans les esprits et constituera un précédent qui conduira, dans la durée, les investisseurs à davantage de discrimination sur les risques-pays. L'impact comptable chez les détenteurs de dette grecque était certes d'ores et déjà intégré, mais sitôt émise, la nouvelle souche décotait, anticipant une nouvelle restructuration à terme. Le débouclage des CDS s'est opéré dans la sérénité, l'exposition nette des contreparties vendeuses de protection restant gérable. Si les marchés sont plus nerveux depuis la mise en place du PSI, ils ont néanmoins absorbé le choc de ce défaut avec un calme inimaginable il y a quelques mois !
- Ils restent en revanche très préoccupés, à juste titre, de la **situation espagnole**. Les ratios dette/PIB et déficit/PIB dérapent, et la réussite de la consolidation budgétaire est un défi de taille dans le contexte récessif actuel. La vive tension observée sur les **rendements gouvernementaux espagnols, au plus haut depuis 3 mois**, en témoigne. Et la mise en place du **pare-feu du MES en volume minimum** le 30 mars n'a pas apaisé les craintes.

En synthèse pour notre allocation d'actifs, si les perspectives à moyen terme apparaissent toujours comme plutôt porteuses pour les actions et le crédit, **le pilotage tactique du 2^e trimestre**, moins lisible sur le plan économique et politique, nous semble délicat. De plus, les performances acquises au **1^{er} trimestre militent pour des prises de profits**. Nous avons donc choisi de **réduire la voilure**, tant en gestion actions qu'en gestion diversifiée, pour aborder les éventuelles turbulences avec des enveloppes de risque nettement réduites, le temps de retrouver de meilleurs points d'entrée.

Petit à petit, les obstacles à la reprise économique se lèvent : règlement ordonné de la crise grecque, mise en place des mécanismes de stabilité financière européenne, poursuite des créations d'emplois aux Etats-Unis, confirmation de la désinflation dans les pays émergents. Si l'on s'en tient aux faits statistiques nouveaux depuis notre dernière Lettre, la production industrielle mondiale s'est maintenue en début d'année sur une ligne d'expansion et elle tend même à s'accélérer. Le commerce mondial en valeur (total des exportations mondiales en dollars) s'est redressé dès la fin de l'année dernière. Par ailleurs, **le taux de l'inflation mondiale faiblit légèrement depuis l'été dernier**. Il reflue aussi bien dans les pays émergents, où il avait dépassé le rythme de 7 % l'an, que dans les pays développés où il est revenu au-dessous de 3 % l'an.

Le premier graphique montre l'évolution de l'investissement en biens d'équipement de l'ensemble des pays de l'OCDE. Il suggère une reprise de l'investissement qui devrait être durable. Le second graphique montre que le taux de défaut des obligations spéculatives est retombé à des niveaux de début de reprise.



Aux Etats-Unis, les indicateurs de confiance des entreprises comme des ménages consolident leur redressement. Pour l'indice des directeurs d'achat, le redressement est particulièrement visible dans les secteurs des services. La consommation est restée bridée par la poussée d'inflation de la première partie de l'année 2011 puis par une petite remontée du taux d'épargne, mais plusieurs signes montrent une accélération de la distribution de revenus et de la demande des ménages : augmentation de la durée hebdomadaire du travail dans l'industrie, renforcement du rythme des créations d'emplois salariés qui ont franchi le cap des 250 000 par mois dans le secteur marchand non agricole, augmentation régulière des ventes au détail et des ventes de voitures neuves (remontées du creux de moins de 10 millions début 2009 à 15 millions en rythme annuel au début 2012), reprise de la distribution de crédit à la consommation (revenue d'une contraction au rythme annuel de 150 milliards de dollars par an en 2009 à une expansion au rythme de 200 milliards au début 2012).

La zone euro est encore loin de cette situation. La production industrielle qui avait nettement baissé au deuxième semestre 2011 est peut-être stabilisée. L'indice de confiance des consommateurs reste déprimé, avec toutefois une stabilisation voire une légère amorce de remontée récente. Du côté des industriels, l'indice du climat des affaires comme l'opinion sur les carnets de commandes sont proches de leurs moyennes passées. On signalera tout de même des opinions, encore partielles et qualitatives, qui signalent une nette amélioration du climat des affaires dans le courant de mois de mars. Il est possible que la disparition, au moins pour un temps, des tensions au sein de la zone euro ait libéré certaines restrictions de comportement. **La forte baisse des spreads sur les obligations du secteur financier est un signe de cette détente.**

Dans le reste du monde, la croissance se poursuit à un rythme plus modéré qu'avant la récession de 2009 mais qui reste soutenu et ne paraît pas menacé à court terme. Au total, **la conjoncture mondiale devrait être plus favorable et plus équilibrée au cours des prochains mois**, avec une tendance à l'amélioration dans l'ensemble des pays développés.

Perspectives économiques

Une "reprise modérée mais fragile", c'est ce qui ressort d'un panorama des opinions des économistes sur les perspectives économiques pour 2012-2013. C'est une expression classique après une période de perturbations extrêmes et qui est juste mais qui laisse cependant les décideurs, notamment les épargnants et les investisseurs financiers, dans un flou prudent et somme toute peu utile. Nous préférons nous engager un peu plus, au risque d'avoir à réviser notre position si un événement nouveau venait le justifier, ce qui est évidemment toujours possible.

Nous modifions peu notre vision macroéconomique et le scénario de référence qui lui est associé. Nous estimons que le Monde est dans une phase de reprise tirée par l'investissement productif et freinée par la nécessité du désendettement des ménages et du secteur public. La reprise est progressive mais plutôt vertueuse et solide et l'ensemble des régions du monde y participeront dès 2012, y compris l'Europe. La reprise a commencé par le fort rebond de 2009-2010, a été nettement ralentie par la hausse des prix des produits de base, puis déstabilisée à la mi-2011 par la menace de défauts incontrôlés au sein de la zone euro. **La crise européenne n'est pas une crise financière mais une crise institutionnelle** face à la situation inédite de dix-sept pays qui ont la même monnaie mais dont les économies sont en plines divergences. La Banque Centrale Européenne a noyé le risque bancaire dans les liquidités au travers de ses deux opérations de crédits à trois ans aux banques. Elle n'a pas pour autant résolu les deux divergences cruciales des déficits publics et des compétitivités des pays. La BCE ne peut d'ailleurs pas les résoudre.

En résumé, les fondamentaux économiques sont plutôt favorables **mais des tensions peuvent réapparaître dans la zone euro**. La France pourrait y être impliquée au moindre relâchement de discipline budgétaire ou si l'effort de redressement de notre compétitivité n'était pas poursuivi et renforcé. On peut illustrer notre point de vue sur la situation actuelle en reprenant le modèle classique du «couple rendement-risque» de la théorie financière. Dans un premier temps, de l'été dernier au début 2012, l'économie mondiale s'est déplacée vers plus de risque (menaces de défauts) et moins de rendement (baisse des perspectives de croissance). Les décisions européennes (liquidités et Traités) ont diminué pour un temps le risque alors que les perspectives de croissance se renforçaient. **La configuration est devenue plus favorable aux actifs risqués**. Mais la menace de retour en force du risque subsistera tant que les divergences européennes ne seront pas clairement maîtrisées, ce qui demande encore du temps. C'est dans cet univers économique qu'il faudra agir et gérer en 2012 et en 2013.

La Réserve Fédérale s'abstiendra de toute nouvelle initiative tant que l'économie américaine n'aura pas retrouvé un rythme de croisière de l'ordre de 3 % l'an. **La Banque Centrale Européenne préférera peut-être abaisser une nouvelle fois son taux directeur à 0,75 % plutôt qu'envisager une nouvelle injection de liquidité**. Cette configuration devrait aller dans le sens d'une baisse de l'euro mais il faut reconnaître que celle-ci est pour l'instant interrompue et que les mouvements de change sont très peu prévisibles. Quant aux taux d'intérêt des obligations publiques, ils devraient rester globalement bas et commandés par les arbitrages entre les dettes des Etats.

| 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 |

Notre scénario de référence est inchangé. Pour la zone euro, un taux de croissance de 0,5 % en 2012 signifie, compte tenu du recul des derniers trimestres 2011, une reprise de la croissance à un rythme s'accroissant en 2012.

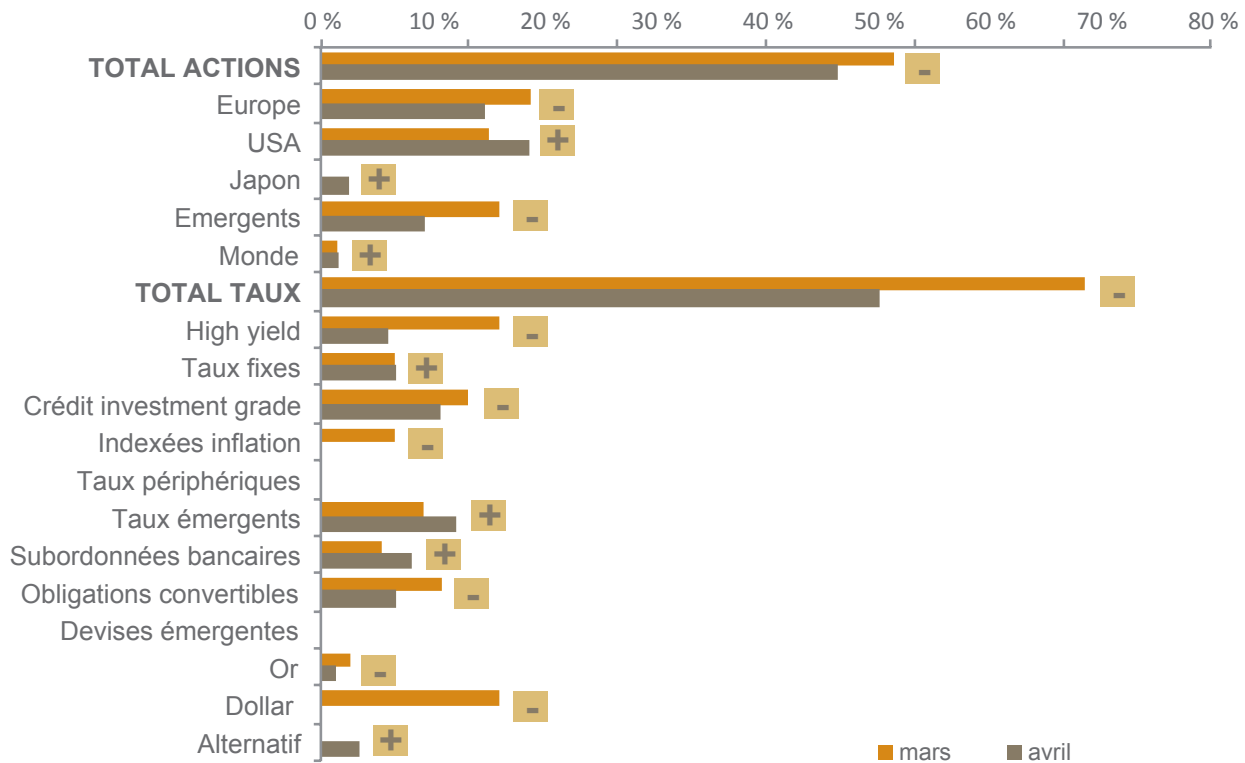
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Zone d'incertitude

Nous avons envisagé le mois dernier un essoufflement dans la dynamique de hausse des marchés, portés depuis le début d'année par la dynamique macro-économique hors d'Europe, et les injections massives de liquidités des banques centrales. Les raisons d'être plus circonspects pour les semaines à venir se sont concrétisées fin mars, et si nous restons toujours optimistes pour 2012, nous avons réduit le risque dans les portefeuilles.

- Nous avons tactiquement renforcé l'exposition actions en début de mois afin de capter le mouvement haussier qui se dessinait (le delta actions est alors passé de 41 % à 52 %), mais nous avons rapidement pris nos profits. L'exposition actions a en outre été géographiquement réalouée, avec une augmentation des actions américaines et une diminution des positions européennes et émergentes. Nous avons également introduit des actions japonaises soutenues par la baisse du Yen. L'exposition actions ressort ainsi à 35 % fin mars.

- Les obligations convertibles et High Yield, dont la valorisation s'est maintenant normalisée depuis 3 mois, ont été allégées.
- Nous restons faiblement investis sur les taux "core" européens compte-tenu de l'asymétrie probable de leur comportement (potentiel de hausse du rendement supérieur à son éventuel repli).
- En revanche nous avons accru la pondération des obligations subordonnées bancaires et des taux émergents qui nous paraissent conserver un potentiel d'appréciation intact grâce à la qualité de leurs fondamentaux.
- Enfin l'environnement est favorable aux opérations de fusions/acquisitions (taux bas, trésorerie des entreprises abondante, volonté marquée de croissance externe) : nous avons acquis 5 % de fonds d'arbitrages positionnés sur ces stratégies, en privilégiant une liquidité hebdomadaire.
- L'orientation du dollar étant techniquement moins favorable, nos positions sont désormais couvertes.

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.