Orientations et Stratégie n°124

Lettre mensuelle de La Française AM | Mai 2012 - Achevée de rédiger le 07 | 05 | 2012

Regard sur les marchés

"En avril ne te découvre pas d'un fil"... Un investisseur absent le mois passé des marchés d'actifs risqués n'observe aucun coût d'opportunité, au contraire ! Il fallait à nouveau se réfugier sur les taux allemands, américains ou... portugais (!) pour engranger quelques plus-values, et surtout rester à l'écart de la plupart des actifs libellés en Euro, pour générer des performances positives. Les écarts géographiques sont une fois de plus très marqués, les indices boursiers européens et japonais se replient en moyenne de 5 % sur le mois avec de fortes différentiations pays, le S&P500 et le Nasdag sont guasi-constants tandis que les indices émergents consolident faiblement. A l'exception notoire du Portugal, les dettes périphériques sont à nouveau sous-haute pression, tandis qu'au sein des payscore, la France déjoue les pronostics, les OAT s'avérant résistantes face à la perspective du second tour des élections. Il faut noter, face à cela, la remarquable résilience des dettes privées, hors financières, ce qui permet aux indices crédit de rester largement positifs sur l'année. Ce regain de tensions a un air de déjà vu et des raisons objectives de se produire, même si certaines amplitudes peuvent paraître excessives :

- L'équation macro-économique mondiale est inchangée avec, en résultante, un niveau global d'activité satisfaisant, mais la dynamique de divergence inter-zones et inter-pays s'accentue. Compte-tenu de l'interdépendance des grandes économies, le rythme de croissance mondiale est donc sur le fil du rasoir, l'Europe jouant évidemment un rôle clef. Les pages centrales de cette Lettre, développent largement ce point.
- La question de la croissance européenne est donc cruciale, et force est de constater que face à un état des lieux très préoccupant, assorti de perspectives en dégradation, le débat qui s'ouvre en amont et en aval des échéances électorales locales au sein de la zone, est loin d'être clos et de déboucher sur des solutions qui fassent consensus!

Au lendemain du 2e tour des élections françaises, l'échiquier politique européen est en pleine recomposition, et la voie reste à tracer entre tenants d'un "pacte budgétaire" appliqué rigoureusement et partisans d'un "pacte de croissance" qui donne plus de temps à une remise en bon ordre des finances publiques. Le couple franco-allemand, leader des échanges et promoteur des solutions est à reconstruire sur des bases nouvelles, la BCE est d'ores et déjà au centre du débat et pose pour l'instant des principes orientés vers la réduction des dépenses plutôt que l'accentuation de la pression fiscale, vers l'investissement en infrastructures et le maintien des réformes structurelles sur le secteur productif et le marché du travail. Le chemin de la convergence économique européenne est donc encore long et incertain, cela augure probablement d'un été peu serein sur nos marchés locaux.

• Car la tenue des engagements budgétaires pris est cruciale pour regagner la confiance des créanciers extérieurs de la zone Euro, à l'heure ou la nationalisation des dettes souveraines du sud marque une pause, les ressources empruntées par les banques locales auprès de la BCE lors des deux opérations de LTRO se tarissant. L'Espagne désormais notée BBB chez S&P a récemment fait les frais de ce regain de défiance, tandis que l'Irlande, encouragée par l'agence et le FMI à soutenir son activité, était maintenue au même niveau de notation. Aux Pays-Bas également, un accord politique in extremis permet de sortir de l'ornière, mais le budget 2013 est clef pour le maintien du AAA!

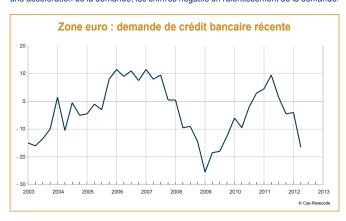
La prudence tactique que nous affichions le mois dernier s'avère ainsi pertinente et payante en performance relative pour nos allocations flexibles. Cette **posture** est toutefois **raisonnablement défensive** puisqu'elle fait toujours, en budget de risque, la part belle aux actions non européennes. Ce biais a toutes chances d'être conforté et donc maintenu à court terme.

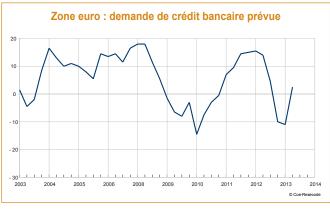


Conjoncture

La conjoncture mondiale est aujourd'hui peu lisible car certains indicateurs se contredisent. Par exemple l'indice mondial de la production d'acier brut a fortement augmenté depuis le début de l'année alors que l'indice mondial de la production d'aluminium a reculé. Le total des exportations mondiales a nettement rebondi alors que l'indice des taux de fret maritime (Baltic index) a baissé jusqu'à retrouver son point bas de la fin 2008 ! Chacune de ces contradictions peut avoir des causes spécifiques. Par exemple la baisse des taux de fret reflète sans doute le contrecoup de l'arrivée sur le marché des navires commandés avant la récession. Il reste que l'interprétation globale est brouillée par ces signaux contradictoires et que le diagnostic conjoncturel est donc incertain. Ce qui ressort clairement à l'examen des données récentes, c'est une conjoncture mondiale à deux vitesses. D'un coté, la plupart des pays émergents et les Etats-Unis, en croissance modérée mais continue, de l'autre l'Europe en récession.

La BCE interroge les banques sur l'évolution de la demande de crédit par les entreprises. Les graphiques montrent les tendances observées au cours de la période récente et la demande prévue au cours de la période prochaine. Ils montrent que les banques s'attendent à un début de rebond de la demande de crédit. Les chiffres positifs traduisent une accélération de la demande, les chiffres négatifs un ralentissement de la demande.





Dans cet enchevêtrement d'interdépendances, il est difficile de savoir qui entraîne qui et dans quel sens, vers le haut ou vers le bas. Notre diagnostic est que les moteurs de croissance autonomes qui sont dans les pays émergents et dans une certaine mesure aux Etats-Unis, devraient constituer un facteur d'entraînement pour l'Europe. Mais il faut reconnaître aussi que l'imbroglio européen pèse sur la croissance des principaux partenaires commerciaux de l'Europe et peut constituer à court terme une menace pour la croissance mondiale.

Le plafonnement des exportations de la Chine et du Brésil pendant plusieurs mois s'expliquait sans doute par le ralentissement des importations européennes, et il explique lui-même le ralentissement de ces pays et plus généralement des pays émergents. Les Etats-Unis s'avèrent assez peu sensibles à l'évolution européenne. Les premières estimations de la croissance au premier trimestre 2012 sont décevantes. Elles confirment cependant le fait que l'économie américaine s'est installée sur un rythme tendanciel à plus de 2 % l'an, malgré une baisse de la dépense publique de biens et services depuis six trimestres. Le point préoccupant est que la reprise des investissements productifs marque le pas. Le volume de l'investissement privé non résidentiel a même légèrement reculé au premier trimestre après un rebond au rythme annualisé de 10 à 15 % l'an à la mi 2011. Quant au bon résultat de la consommation privée (près de 3% l'an au premier trimestre 2012), il est en partie dû à la baisse du taux d'épargne des ménages, baisse qui ne paraît pas reconductible. Un point très positif pour l'économie américaine est le réveil des investissements résidentiels au rythme de 12 % l'an au dernier trimestre 2011 et de 19 % l'an au premier trimestre 2012.

Dans la zone euro, la production industrielle, qui a été en net recul à partir de l'été dernier, paraissait stabilisée en fin d'année. Les enquêtes de conjoncture récentes annoncent une rechute au printemps et les indices PMI d'avril montrent que celle-ci concerne aussi les activités de services. La stabilisation du PIB européen paraît compromise et il faut s'attendre plutôt à un nouveau recul au premier trimestre, confirmant que la zone euro est globalement en récession. En conclusion, nous estimons que la conjoncture mondiale n'est pas menacée à court terme, mais nous sommes préoccupés pour les prochains mois par l'incertitude des perspectives européennes et le risque que tout nouvelle crise interne ferait peser sur la situation mondiale.

Perspectives économiques

Les effets de la crise européenne de l'été dernier se prolongent au-delà de ce que nous attendions. Cela nous amène à réviser légèrement en baisse les perspectives de croissance de la zone euro pour 2012, que nous ramenons à + 0,2 % pour la moyenne de l'année (au lieu de + 0,5 % antérieurement). Nous ne modifions pas pour autant notre vision de référence d'une amélioration conjoncturelle dans le courant de l'année, à partir d'un point bas au premier trimestre.

Aux Etats-Unis, le résultat du premier trimestre 2012 fait peser un léger doute sur la solidité de la reprise de l'investissement productif. La majorité des indicateurs de conjoncture ainsi que les indices précurseurs confirment cependant la perspective d'une accélération de la croissance. Dans les pays émergents, notamment en Asie, le reflux de l'inflation soutient le pouvoir d'achat et rend possibles des politiques économiques plus accommodantes. C'est une fois de plus dans la zone euro que les perspectives sont les plus incertaines, non seulement en raison de la médiocrité de la conjoncture mais surtout à cause de la divergence persistante entre pays.

En classant les pays européens selon les deux critères du déficit public et de la balance commerciale, des positions très différentes apparaissent au sein de la zone euro. L'Allemagne se détache avec un fort excédent commercial et un déficit public sensiblement au dessous de la norme de Maastricht. Les Pays-Bas viennent de trouver un accord politique pour ramener le déficit à la norme de 3 % l'an prochain et ils affichent par ailleurs un excédent des échanges de biens et services très élevé (le plus élevé de tous les pays en proportion du PIB). La France et l'Espagne sont dans une situation inverse des pays précédents avec deux déficits

jumeaux non soutenables (déficit public et déficit extérieur). L'Italie est dans une position intermédiaire plutôt meilleure que celle de la France, et elle a en outre engagé des réformes structurelles profondes pour renforcer à terme sa croissance potentielle. Dans ce contexte disparate, il est bien difficile d'affirmer que la période d'instabilité est terminée, d'autant plus que la situation politique de la Grèce laisse entrevoir un risque supplémentaire sur la zone euro.

La dernière enquête de la Banque Centrale Européenne auprès des institutions de crédit confirme le fort ralentissement de la demande de crédit par les entreprises. Mais elle montre aussi que les banques s'attendent à un rebond prochain de la demande et elles annoncent une détente de leurs conditions de crédit. Un facteur favorable est que les importations des pays émergents en euros (qui représentent notre chiffre d'affaires dans ces régions) sont en nettes augmentation. Nous estimons donc toujours que la zone euro sera entraînée par l'environnement mondial (plus que par ses politiques internes) et reviendra vers sa croissance tendancielle, il est vrai modeste (de l'ordre de 1,5 % au plus), dans la deuxième partie de 2012. En lançant le débat sur la croissance tout en rappelant la nécessité de supprimer les déficits publics, le Président de la BCE a exclu toute politique de relance budgétaire et délivré un message sur la responsabilité des gouvernements nationaux dans les réformes structurelles du marché du travail et de la concurrence et il a peut-être préparé le terrain à une baisse des taux d'intervention, mais celle-ci n'interviendrait que dans la mesure où les positions des gouvernemets européens convergeraient avant l'été sur la ratification du Traité et les politiques de croissance.

Scénario de référence pour 2012		2011	2012	
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,7	2,6	
	Zone euro	1,5	0,2	
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	

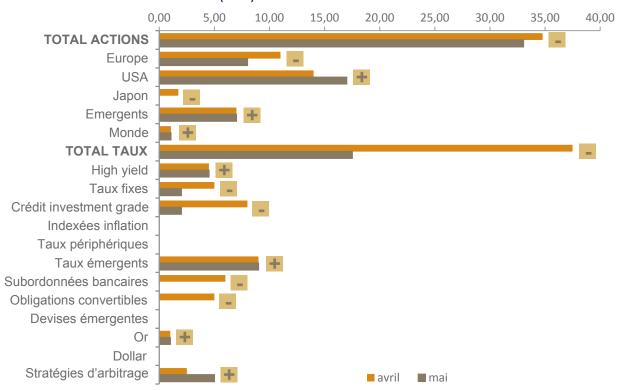
Nous avons révisé en baisse la perspective de croissance de la zone euro en 2012. Les autres prévisions sont inchangées.

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 %)



L'Europe sous surveillance

Pendant que le marché actions US tentait de retrouver ses points hauts, les marchés européens ont continué leur baisse entamée le mois dernier toujours inquiets en raison du manque de visibilité sur la coordination européenne et d'indicateurs instantanés et avancés qui augurent d'un 1er semestre médiocre. Aux USA, si les résultats des entreprises ont été excellents, certains indicateurs économiques marquent une inflexion mais ne remettent pas en cause la bonne tenue de l'économie. Dans le monde, seuls les marchés actions émergents asiatiques ont fini le mois positif.

Dans cet environnement moins propice, les taux d'état "core" ont poursuivi leur baisse pour atteindre 1,91 % pour le 10 US et 1,66 % pour son équivalent allemand. Les taux 10 ans espagnols et italiens ont suivi le parcours inverse, le taux 10 ans espagnol touchant les 6 % au cours du mois.

Nous avions diminué le risque global le mois dernier, nous avons profité de la bonne tenue de certaines classes d'actifs pour continuer à prendre des profits :

- En soldant les obligations convertibles et les subordonnées bancaires compte tenu de leur ré- appréciation récente et de leur corrélation aux actions en cas de forte baisse du marché.
- En vendant les actions japonaises qui affichent une des plus fortes hausses depuis le début d'année essentiellement grâce aux injections de liquidité de la BOJ, et à l'approche de la fin de l'année fiscale qui coïncide souvent avec des prises de profits.
- En diminuant, compte-tenu de la baisse des taux 10 ans, la pondération en taux fixe et crédit IG.

La poche actions, hors japon, est restée stable mais nous avons allégé les actions Europe au profit des actions US. L'allocation émergente, actions et taux, est restée identique. Nous maintenons ces choix prudents en fin de mois, mais l'échéancier politique européen, la résurgence du stress périphérique et le contexte économique morose devraient nous permettre, dans les prochaines semaines, d'accroître à meilleur compte nos budgets de risque.

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 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 La Française AM.

