

Regard sur les marchés

La **montée brutale de la fièvre européenne** en mai perturbe la trajectoire de classes d'actifs risquées jusqu'alors restées plutôt immunes à ce risque. On constate ainsi qu'après quelques semaines de résilience, les bourses internationales, S&P 500, Nikkei mais aussi bourses émergentes, consolident avec des amplitudes proches de celles des indices européens, voire pires. Pétrole et matières premières baissent fortement, témoins de la **perte de confiance sur la croissance mondiale**. En zone euro le stress périphérique est revenu à son paroxysme, les rendements à 10 ans italiens et espagnols flirtant avec leurs plus hauts sur un an à respectivement 5,90 % et 6,50 %, et l'écart entre bourses du sud et bourses du nord se creuse nettement. Ce fort regain d'aversion au risque européen se traduit également par un véritable décrochage de la parité €/€ qui perd plus de 6 % sur un mois, et par un écrasement historique des rendements allemands à 0 % sur 2 ans et 1,20 % sur 10 ans ! La France, reste paradoxalement protégée à ce stade de toute contagion, sans doute grâce à son rendement courant supérieur à 2 %... ! En revanche, peu de signaux de tension extrême, l'or et la volatilité restant très sages.

• **La zone euro traverse à nouveau une phase cruciale de turbulences**, susceptible de la faire implorer... mais aussi de la conforter à terme si elle surmonte cette épreuve supplémentaire. Nous sommes pour l'instant dans l'œil du cyclone, et ce sans doute jusqu'à l'issue du 2^e round des élections législatives grecques prévues le 17 juin. A deux semaines de l'échéance, 80 % des grecs se disent favorables au maintien de l'euro, mais 80 % rejettent l'austérité... le compromis va être difficile à trouver mais il est indispensable pour éviter une rupture qui serait tragique pour l'ensemble de la zone ! Car en cas de sortie de l'union monétaire, qui pourrait considérer le cas grec comme unique alors que tant de pays, y compris au nord, dévient de leurs objectifs budgétaires ? Et qui pourrait donner une zone euro désunie ou disloquée,

gagnante face aux enjeux économiques mondiaux ? Les idées salvatrices existent, il devient impératif de les mettre en œuvre pour éviter un choc irréversible : en urgence **l'assouplissement réaliste des objectifs et des délais pour la nécessaire remise en ordre des comptes publics** assorti d'un **pacte de croissance**, puis à terme l'accélération du processus d'intégration et la définition conjointe d'une gouvernance politique et économique...

• S'ajoute à cette épée de Damoclès mi-juin, une **pression devenue insoutenable sur certaines banques** (Bankia, Dexia), accompagnée d'une communication pour le moins cacophonique entre gouvernements et banques centrales. Le diagnostic commun fait par la Commission Européenne et Mario Draghi à la BCE, de l'absolue nécessité de **défaire le cercle vicieux qui s'est établi entre des banques très affaiblies et des souverains sous pression**, est sans appel. Les solutions proposées qui consistent, en sus de l'activation du MES et sous l'appellation encore floue "d'Union Bancaire", à centraliser davantage, au nom du risque systémique, la recapitalisation des établissements bancaires devenus sensibles, un fonds de garantie des dépôts et une supervision plus intégrée, est porteuse d'espoir ! Elles auraient le mérite de dépolluer les décisions urgentes à prendre, de contingences politiques locales. Le sommet européen du 27 juin devrait apporter des éléments plus précis.

C'est donc dans une ambiance très lourde que devraient évoluer les marchés à la veille de l'été, et **les nouvelles macro-économiques récentes, toutes zones confondues, sont assez ternes, et n'apporteront sans doute pas de réconfort**. Plus tard, il faudra néanmoins se souvenir que la conjonction d'un pétrole bien moins cher, d'un euro en net repli et de rendements historiquement faibles, constitue une bonne nouvelle pour l'économie et les entreprises européennes... dont les fondamentaux restent bons. Mais il est encore trop tôt !

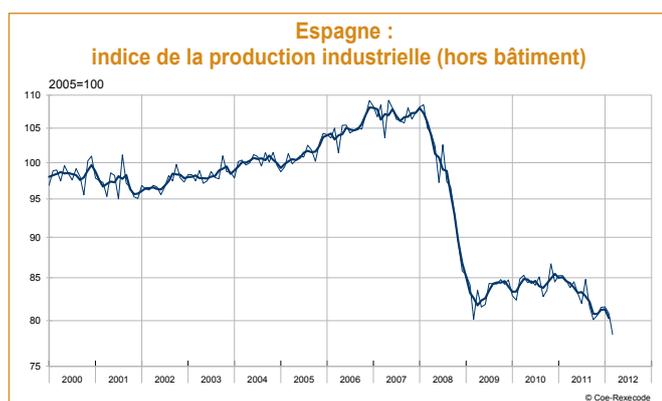
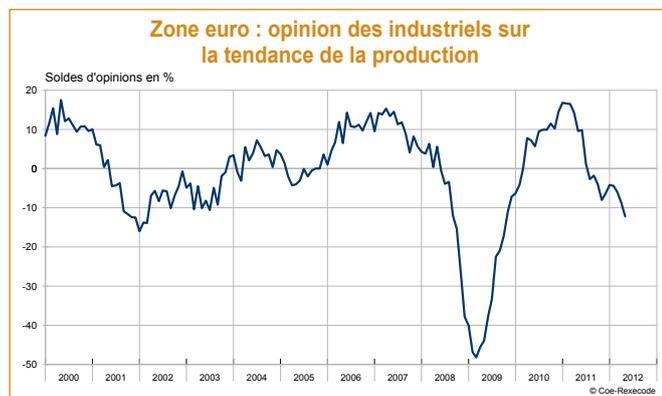
La conjoncture économique mondiale s'est détériorée au cours de la période récente. Les prix des produits de base, qui s'étaient tendus au premier trimestre ont nettement baissé, l'indice moyen des matières premières retrouvant son niveau du début 2010. Ce recul des prix s'explique sans doute par une augmentation de l'offre disponible, mais il témoigne aussi d'une rechute de la demande mondiale due à la récession européenne et au ralentissement des pays émergents. Une contrepartie favorable est que le tassement de la croissance renforce les tendances à la désinflation.

La conjoncture américaine continue de se redresser très progressivement sans toutefois s'accélérer. Le PIB est en expansion modérée, à un rythme proche de 2 % l'an (l'estimation du taux de croissance du premier trimestre vient d'être révisée de 2,2 % à 1,9 % en rythme annualisé). Les commandes industrielles et les créations d'emplois ont

légèrement fléchi. Cependant, la conjoncture globale reste dans l'ensemble satisfaisante, le nombre d'indicateurs positifs l'emportant largement sur les signaux négatifs. **On ne voit pas ce qui pourrait interrompre à court terme le mécanisme de reprise qui s'installe aux Etats-Unis** (hormis une chute de la demande mondiale). La question qui subsiste est celle du déséquilibre budgétaire. Les premières "coupes automatiques" seront mises en œuvre à la fin 2012. Elles modèreront sans doute la croissance mais elles ne devraient pas la casser.

De son côté, **la zone euro est retombée en récession au deuxième trimestre.** La modeste amélioration constatée au premier trimestre n'a pas résisté au retour en force des risques financiers au sein de la zone euro. Tous les indicateurs de la conjoncture européenne sont mal orientés à court terme. Les intentions de commande dans le commerce de détail se sont repliées. Presque tous les pays sont en récession et même l'Allemagne semble menacée. Les indices Ifo du climat des affaires ont assez brutalement baissé. Pour autant la situation économique allemande reste dans l'ensemble bonne et le "policy mix" est favorable. Le déficit public a disparu, les taux d'intérêts réels sont négatifs et les gains de productivité, qui ont été affectés dans un premier temps aux gains de compétitivité externes, commencent à être distribués en pouvoir d'achat interne, ce que reflètent d'ailleurs les niveaux élevés des indicateurs de confiance des ménages.

Le premier graphique montre l'évolution de l'indice d'opinion des industriels de la zone euro sur la tendance de la production. L'indice est retombé à un niveau comparable à celui de la fin de l'année 2001, qui reflète une récession industrielle d'intensité moyenne. L'indice de la production industrielle espagnole illustre l'ampleur du problème de ce pays : la production industrielle espagnole rechute depuis 2011 alors qu'elle s'était à peine redressée après le creux de la récession de 2008-2009.



Après deux mois de négociation, un compromis salarial a été conclu en Allemagne pour les salariés du Bade-Wurtemberg sur la base d'une hausse des rémunérations de 4,3 % en 2012. L'accord concerne moins d'un million de personnes mais on sait que les premiers accords salariaux donnent souvent le "la" aux négociations suivantes. **La nette accélération des salaires est permise par la croissance des années récentes en Allemagne et par les gains de productivité.** Ces hausses salariales comparées aux faibles hausses observées en France, voire à des baisses dans certains pays, sont la conséquence directe des écarts de compétitivité. Elles permettront d'atténuer la divergence de ces écarts mais il faut aussi être conscient de ce qu'elles signifient une divergence d'évolution des niveaux de vie au sein de la zone euro. C'est une donnée qui s'imposera au cours des prochains trimestres.

Perspectives économiques

La brutale dégradation de la situation européenne, entretenue par un discours peu cohérent sur la stratégie de sortie de crise, a mis un terme à l'amélioration de l'activité enregistrée au début de l'année. L'environnement mondial reste relativement favorable et laisse toujours un espoir de soutien conjoncturel au second semestre 2012, mais **l'imbroglia européen renforce le risque d'une véritable rupture de croissance au cours des prochains mois**. La Chine s'en inquiète déjà et semble songer à un soutien de la demande intérieure pour contrer la faible progression des exportations. Le ralentissement de l'inflation l'y autoriserait. Nous estimons que **la Chine comme la plupart des pays émergents sont entrés dans une période de croissance plus modérée**.

La question européenne est redevenue extrêmement préoccupante. Après la Grèce, les menaces se concentrent maintenant sur l'Espagne. Ce pays est entré dans un enchaînement pervers qui peut le conduire à une crise difficilement contrôlable. L'origine est l'effondrement du secteur immobilier avec un recul des permis de construire de plus de 90% et des baisses de prix sans précédent. Les créances douteuses sur le secteur approchent à elles seules le total des fonds propres des banques. A ces pertes s'ajoutent les effets de la crise économique sur les recettes fiscales, le déséquilibre public, la contraction de l'activité et l'extension des créances douteuses à l'ensemble des secteurs. Pour couvrir le besoin de recapitalisation bancaire, évalué actuellement à environ 50 milliards d'euros (5 % du PIB), le Fonds européen de restructuration bancaire (Frob) peut théoriquement emprunter jusqu'à 90 milliards d'euros avec la garantie de l'Etat, mais ce transfert vers la dette publique se heurte aux réserves des investisseurs sur la dette espagnole et à l'escalade des taux d'intérêt. **S'il se prolonge, cet enchaînement ne peut conduire qu'à des ruptures**.

Pendant qu'un débat confus s'est instauré sur la croissance, les instances européennes s'efforcent de trouver des réponses aux risques qui menacent la zone euro. Après la création de l'Autorité bancaire européenne et du Conseil du risque systémique, la Commission avance des propositions sur la gestion des crises bancaires et la garantie des dépôts. Ce sont de bonnes mesures mais elles ne résolvent pas le problème immédiat. De son côté le Président de la BCE Mario Draghi rappelle "le besoin dramatique de recapitalisation" des banques. Il indique qu'il "continuera à prêter aux banques solvables", ce qui souligne que la BCE ne peut pas résoudre les problèmes d'insolvabilité des banques et des Etats. Elle attend le Sommet européen des 27 et 28 juin avant d'agir sur un registre à vrai dire étroit : troisième LTRO, prêt au MES et peut-être baisse du taux d'intervention pour marquer la volonté de soutien à la croissance.

En attendant les investisseurs se préparent de plus en plus ouvertement à une période difficile, voire à une reconfiguration de la zone euro. Les mouvements de capitaux depuis les pays menacés vers les pays considérés comme les plus sûrs entraînent un accroissement des écarts de taux d'intérêt entre pays et les sorties de capitaux de la zone euro à une baisse des cours des actifs risqués et à un début de baisse du taux de change de l'euro. Ce sont là des mécanismes normaux de rééquilibrage macroéconomique, mais dans le contexte de tensions financières extrêmes et de grande incertitude financière, le premier réflexe des acteurs économiques est de limiter leurs dépenses. **Nous révisons en baisse les perspectives de croissance de la zone euro pour 2012**, sans pour autant prendre en compte l'hypothèse d'une crise systémique de la zone qui reste toujours possible.

Scénario de référence pour 2012

Scénario de référence pour 2012		2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,7	2,3
	Zone euro	1,5	0,0
Taux d'inflation*	Etats-Unis	3,2	1,9
	Zone euro	2,7	1,8
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	1,00	0,75
Taux à 10 ans**	T-notes US	1,86	2,00
	OAT	3,15	3,00

La rechute européenne nous conduit à réviser en baisse une nouvelle fois les perspectives de croissance pour 2012. L'année 2013 devrait être meilleure, sous réserve toutefois que la crise européenne soit endiguée. Dans cette hypothèse, les taux longs des Etats devraient se rapprocher, ce qui impliquerait une remontée des taux allemands et probablement français et un recul des taux des pays dits "périphériques".

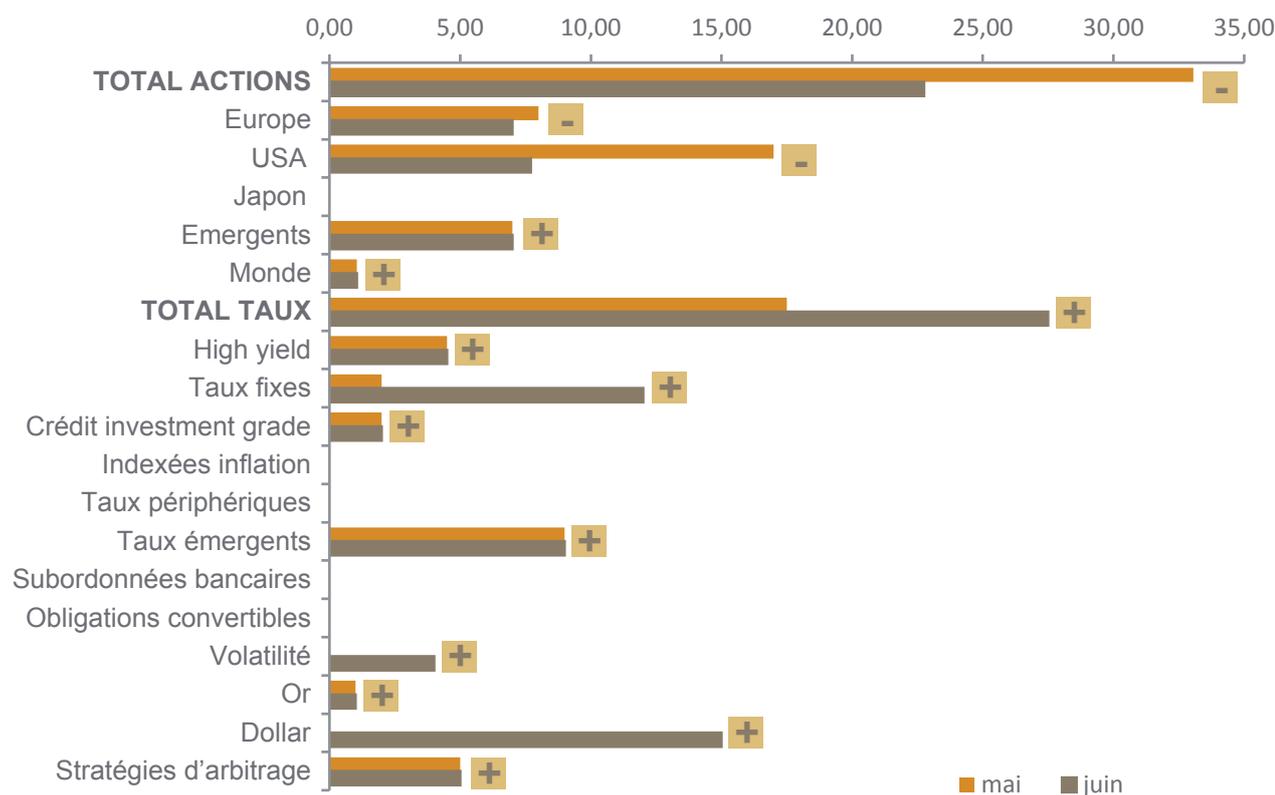
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



"Quand le feu est à la maison de ton voisin, la tienne est en danger"

Proverbe grec antique

Les indicateurs de risque que nous suivons ont continué de se dégrader ce mois-ci. Le sentiment négatif des investisseurs augmente aux Etats-Unis et les indicateurs de surprise économique américains et européens repassent en territoire négatif. La volatilité est en hausse mais reste très en dessous des niveaux constatés lors des périodes de stress maximal.

Nous accentuons le biais prudent que nous avons initié il y a deux mois, en diminuant davantage la pondération actions, après avoir déjà soldé la presque totalité de nos investissements sur le crédit. Nous avons intégré une stratégie acheteuse de volatilité qui nous protégera en cas de propagation du stress vers le marché américain. Nous conservons notre position longue dollar malgré la forte appréciation récente.

Prenant acte de la détérioration de l'environnement macro-économique mondial, nous avons augmenté la sensibilité obligataire par des investissements en fonds obligataires "core" mondiaux qui contribuent également à équilibrer le risque du portefeuille.

La réallocation a mécaniquement provoqué une diminution de la volatilité du portefeuille, de moitié inférieure à notre objectif cible. Il nous sera alors plus facile de renforcer significativement les actifs risqués en cas d'amélioration des perspectives.

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.