

Regard sur les marchés

Les marchés font leur rentrée sur un bilan estival qui surpasse, en Europe en particulier, les anticipations formulées par les plus optimistes avant la trêve ! **Les catalyseurs de cette embellie** sont toutefois bien **peu en phase avec les fondamentaux et largement liés à des banquiers centraux** légitimement préoccupés de privilégier l'apaisement après un 2^e trimestre à haut risque. L'équation économique préoccupante que nous dessinions fin juin, s'est en effet confirmée et amplifiée, l'Europe est en récession, les zones émergentes poursuivent leur décélération à des rythmes différents selon les pays, et les États-Unis rassurent grâce à des signaux positifs sur l'emploi et l'immobilier résidentiel. Le rally concerne pourtant l'ensemble des classes d'actifs risqués, avec des disparités géographiques et sectorielles marquées, parfois peu cohérentes avec le contexte, mais qu'il convient d'analyser pour tenter d'y détecter facteurs de risque et opportunités de ce mois de septembre.

- Les **dettes gouvernementales "core"**, américaine ou allemande, sont assez stables et attestent d'un ancrage monétaire durablement proche de zéro, et d'anticipations de croissance déprimées. Elles affichent ainsi des rendements réels négatifs, intègrent des points morts d'inflation proches de 2 % en ligne avec les indices de prix...peu de potentiel donc, peu de risque certes, mais bien peu d'intérêt !
- Les **dettes périphériques** connaissent pour leur part des évolutions contrastées. Le douloureux chemin vers la vertu budgétaire est payant, l'Irlande et le Portugal voient ainsi leurs rendements refluer sur toutes maturités. Et si les obligations courtes italiennes et espagnoles se normalisent largement, revenant vers 3 % et 3,5 %, les dettes longues restent sous pression à respectivement 5,8 % et 6,8 %, pas très loin de leurs points hauts. **Le message de Mario Draghi est donc d'ores et déjà bien intégré sur les titres courts mais tarde à se diffuser sur la partie longue des courbes** qui conserve un potentiel important dès lors qu'on accepte la volatilité corollaire.

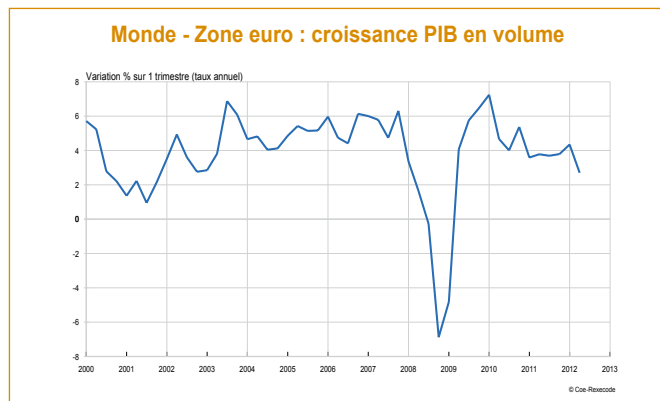
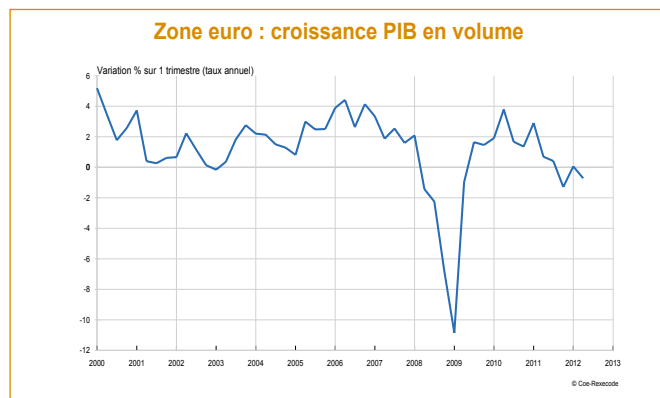
- Les **évolutions boursières** apparaissent de leur côté **en décalage avec les perspectives macro et micro-économiques**. Le rattrapage de l'Europe versus les États-Unis est marqué sur 3 mois mais stabilisé en août, tandis que les bourses émergentes continuent à accuser un net retard. Ce rebond européen semble ainsi très technique, favorisé par l'étroitesse des volumes et par une rotation sectorielle largement au profit des valeurs financières et des actions de rendement, au détriment des valeurs cycliques. Car ce ne sont pas les résultats des entreprises industrielles sur Q2 qui poussent à l'optimisme: les perspectives de croissance bénéficiaire hors financières sont en territoire négatif pour 2012, après un repli brutal en juillet. **L'effet de ciseaux entre le rebond des indices et l'affaissement des BPA provoque un renchérissement des multiples de valorisation**, au plus haut depuis 2009, qui laisse peu d'espoir à une poursuite durable du mouvement, hors nouvelles positives tangibles. Ce phénomène se retrouve dans une moindre mesure sur les bourses internationales, il milite pour une allocation plutôt conservatrice en actions, en privilégiant les États-Unis.

La rentrée s'annonce chargée en échéances qui mettront à l'épreuve **la volonté politique des européens d'avancer vers davantage de supervision et d'union bancaire et vers une mutualisation plus affichée de la problématique des dettes publiques**. Nous restons convaincus que la voie est plus clairement tracée depuis le sommet de fin juin, mais le diable est dans les détails de la mise en œuvre technique des décisions prises, et dans les soubresauts politiques qui resteront facteurs de stress. **La dynamique conjoncturelle locale ne devrait être à court terme d'aucun secours en Europe**, ce qui nous conduit à privilégier des structures de portefeuilles tactiquement plutôt défensives en actions, en favorisant les valeurs non domestiques, et en faisant la part belle aux dettes, publiques ou privées, locales ou émergentes, offrant encore une prime de risque substantielle.

Les informations publiées depuis notre Lettre du 1^{er} juillet confirment le tassement de l'activité économique mondiale au printemps dernier. La production industrielle totale des 50 principaux pays, dont le rythme d'expansion s'était déjà infléchi une première fois au début 2011, stagne depuis l'hiver dernier (le dernier chiffre connu est celui de juin). C'est aussi le cas des productions mondiales de pétrole brut et d'acier. La production d'aluminium est même en net recul. Le taux d'expansion mondiale qui avait fortement rebondi après la récession de 2009 (jusqu'au rythme de 6 % l'an au début 2010) recule régulièrement depuis. **Pour le deuxième trimestre 2012, le taux d'expansion mondial est estimé à 2 % l'an.**

Les enquêtes qualitatives de juillet suggèrent que le ralentissement mondial s'est poursuivi au début de l'été de façon assez inégale entre les régions du monde et sans grande brutalité.

Les graphiques présentent le taux d'accroissement trimestriel annualisé (c'est-à-dire multiplié par quatre) du PIB de l'économie mondiale et le même taux pour la zone euro. On observe, ce qui ne surprend pas, le décalage de croissance structurel mais surtout la tendance récessive de la zone euro au cours de la période récente. Lors du rebond de 2009-2010 c'est l'environnement mondial qui a tiré la zone euro vers le haut. En 2011-2012, c'est la zone euro qui tire le reste du monde vers le bas.



C'est le cas dans les pays émergents, notamment en Chine où les indices d'opinion des directeurs d'achat reflètent une expansion industrielle au-dessous de la tendance longue et où le "boom" de la construction est terminé. C'est aussi semblable le cas au Brésil où la production industrielle se contracte, et dans une moindre mesure en Inde. Mais c'est surtout le cas **en Europe où tous les indicateurs restent orientés à la baisse**, qu'il s'agisse des enquêtes de conjoncture mensuelles d'Eurostat, des indices des directeurs d'achats du secteur industriel et plus encore des activités de service, et pour l'Allemagne des indices de tendance de l'activité récente comme des perspectives à six mois mesurés par l'institut Ifo de Munich. La récession européenne amorcée il y a quelques mois se poursuit au troisième trimestre. **Les Etats-Unis n'échappent pas au "trou d'air" mondial mais ils font plutôt figure d'exception.** Il est vrai que les indices des directeurs d'achat ont rechuté et ne sont qu'à peine au-dessus de leur moyenne passée. Mais ces indices semblent stabilisés. Par ailleurs, les commandes de biens durables sont en nette ré-accélération et le moral des promoteurs immobiliers se redresse rapidement.

A court terme, c'est-à-dire au cours des tous prochains mois, **les facteurs négatifs semblent devoir encore l'emporter sur les facteurs positifs**, d'autant plus que des tensions sur les prix du pétrole et des matières premières sont réapparues alors que la demande est peu dynamique. Ces tensions concernent essentiellement le prix du pétrole en raison sans doute des craintes géopolitiques sur le Moyen-Orient, et le prix des céréales en raison des sécheresses exceptionnelles notamment aux Etats-Unis. Elles sont liées aux restrictions de l'offre et ne concernent ni les matières premières pour l'industrie, ni les métaux communs dont l'évolution des prix est plus modérée.

En résumé, l'activité a fléchi dans le monde. Elle stagne en Europe où les menaces de tensions financières restent latentes. Dans l'immédiat, on aperçoit peu de facteurs d'amélioration macroéconomique. Au-delà des tout prochains mois, si on écarte l'hypothèse d'une nouvelle crise financière dans la zone euro, c'est-à-dire sous réserve que la stratégie européenne de mutualisation progressive des dettes souveraines et de rétablissement des équilibres publics se poursuive de façon efficace, **on peut espérer une stabilisation de l'activité économique vers la fin 2012 ou au premier semestre 2013.**

Perspectives économiques

Le ralentissement mondial s'étant prolongé, l'acquis de croissance fin 2012 ainsi que le taux de croissance mondial moyen de 2013 sont à réviser légèrement en baisse. Au-delà de ces effets arithmétiques, la question centrale concerne l'interprétation qu'il convient de donner au retournement de croissance de 2012. S'agit-il d'une simple pause temporaire ou d'un changement de rythme durable, voire de l'amorce d'une vraie récession ?

En Europe, dont on rappelle qu'elle constitue toujours la première puissance économique mondiale, la perte de croissance a toutes les caractéristiques d'un véritable retournement conjoncturel et **on ne voit pas clairement aujourd'hui ce qui pourrait entraîner un rebond de l'activité à court terme**. A supposer même que de nouvelles interventions des autorités publiques, tout particulièrement de la Banque Centrale Européenne, permettent d'éviter de nouvelles crises et donnent aux politiques budgétaires le temps nécessaire pour maîtriser la dette, aucun moteur interne de croissance ne paraît en mesure d'entraîner une reprise prochainement. **La consommation est et restera pénalisée** par les prélèvements fiscaux, l'investissement par l'absence de visibilité à moyen terme. L'exportation subit, au moins temporairement, les effets du ralentissement mondial. La crise européenne a largement contribué à cette situation. L'Europe enregistre en quelque sorte un "effet de second tour" de sa crise financière interne, l'impact du ralentissement européen sur le reste du monde revenant vers l'Europe par l'incidence en retour du ralentissement mondial sur l'Europe. Dans une vision pessimiste, on pourrait imaginer que les interactions négatives s'amplifient encore, notamment si l'on craint une déstabilisation de la Chine. **Le déséquilibre augmente en Chine entre**

une production qui s'essouffle et un rythme d'investissement qui reste de l'ordre de 20 % l'an, ce qui entraîne très probablement des surcapacités de production et pourrait décourager l'investissement.

Si les données conjoncturelles récentes reflètent une activité médiocre, elles ne nous semblent ni d'une nature, ni d'une ampleur qui conduirait à invalider nos diagnostics antérieurs. **Des facteurs de soutien de la croissance existent hors d'Europe**. Ils sont d'abord aux Etats-Unis. La croissance est certes modeste pour une période de reprise mais elle persiste de façon régulière. L'emploi augmente, les commandes de biens durables ré-accélèrent, les perspectives de l'immobilier s'améliorent avec un rebond des mises en chantier de logement mais aussi des prix, les entreprises réalisent des profits et les distribuent et elles disposent de liquidités abondantes. Les facteurs de soutien sont aussi dans les pays émergents où le ralentissement laisse tout de même un socle d'expansion soutenu. Par ailleurs, **la désinflation a été forte et rapide (surtout hors d'Europe)** et cela lève un frein au pouvoir d'achat. Au total, nous révisons une nouvelle fois en baisse la croissance européenne mais **nous restons relativement confiants pour le reste du monde**. Dans le contexte de croissance modeste où l'inflation n'est pas une menace la persistance de taux d'intérêt durablement bas paraît probable. Une politique monétaire plus active de la BCE devrait rapprocher les taux des obligations publiques dans la zone euro, ce qui entraînerait une baisse des taux périphériques, mais pourrait aussi conduire à une normalisation des taux des pays "core".

Scénario de référence pour 2012-2013

		2012	2013
Taux de croissance*	États-Unis	2,30	2,50
	Zone euro	-0,30	0,50
Taux d'inflation*	États-Unis	2,00	1,70
	Zone euro	2,50	1,80
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	0,50	0,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,00	2,50
	OAT	2,50	2,50

Nous révisons en baisse la croissance européenne (zone euro). Nous maintenons les perspectives des Etats-Unis. Les taux d'intérêt resteraient bas durablement en 2012 et 2013.

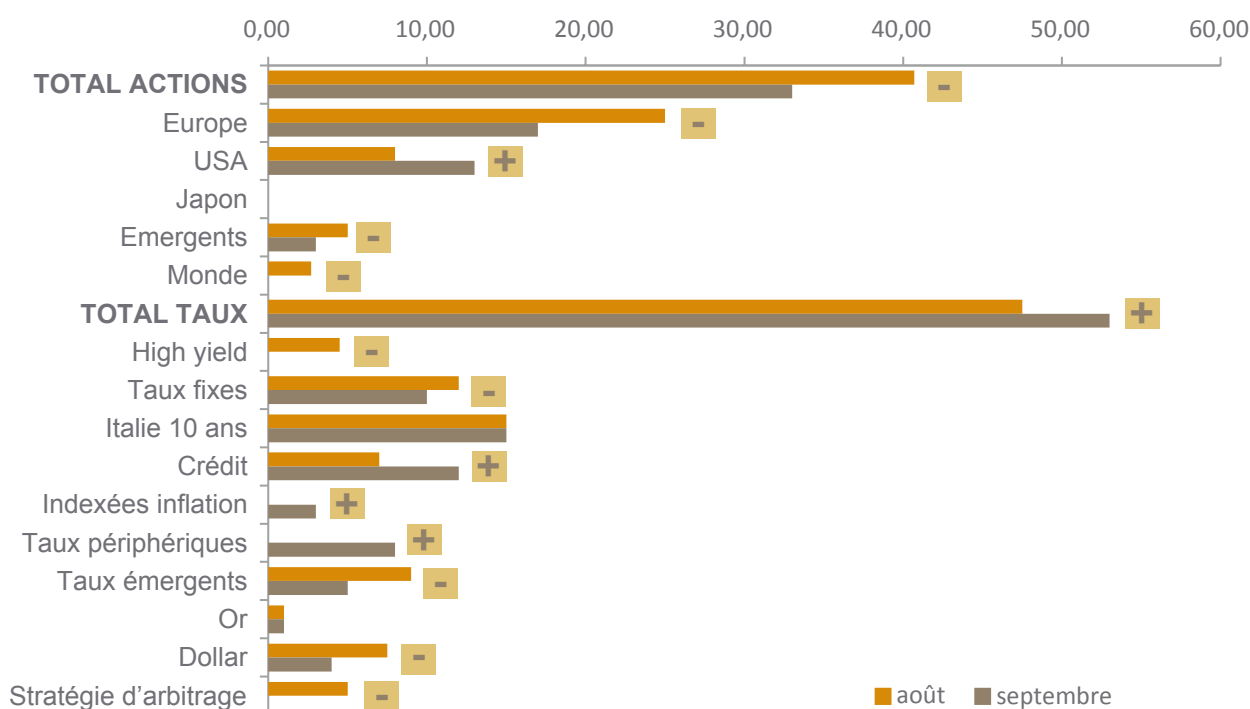
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Quo Vadis ?

En juillet, nous avons orienté le portefeuille vers un risque européen que nous modulons aujourd'hui au vu de la performance estivale et de la dégradation des indicateurs économiques. Nous conservons les positions en taux d'Etats et crédit périphérique, conscients de la volatilité de ces positions mais confiants à moyen terme sur l'issue européenne. Nous remontons le risque actions US vs actions Européennes afin de saluer la meilleure tenue des indicateurs économiques outre atlantique. Le marché européen semble un peu cher, compte tenu de la révision des perspectives bénéficiaires concomitante à la hausse du marché. Néanmoins notre expo-

sition aux actions européennes est composée pour un tiers de Call septembre (options d'achat) qui devraient, en cas d'avancées politiques, entrainer le marché actions un peu plus haut, et pour 5 % de trackers bancaires. Dans le même esprit, les positions protectrices en \$ ont été réduites.

Nous baissons la part des actions émergentes et arbitrons la dette locale émergente au profit de dettes libellées en € et \$ pour diminuer le risque intrinsèque.

Enfin, nous prenons des profits sur le crédit IG et HY, très performants cet été, et arbitrons les taux "core" euro au profit des obligations indexées sur l'inflation.

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.