

Orientations et Stratégie n°128

Lettre mensuelle de La Française AM | Octobre 2012 - Achevée de rédiger le 03 | 10 | 2012

Regard sur les marchés

Après quelques semaines d'euphorie boursière, le rallye estival semble pâtir des premiers frimas... Septembre voit ainsi les indices européens plafonner à leur niveau de fin août dans une ambiance toujours assez nerveuse, tandis que S&P 500 et Nasdaq font à peine mieux, et que les indices émergents continuent de décevoir. Le pétrole et les matières premières sont en repli, et l'or valeur refuge, poursuit sa trajectoire favorable. Témoins de l'apaisement du risque politique européen, les dettes périphériques se tiennent remarquablement, à l'exception de la dette espagnole, et l'euro retrouve nettement des couleurs. Ces évolutions attestent des **forces antagonistes actuellement à l'œuvre dans les marchés, avec d'une part des banquiers centraux à la manœuvre partout dans le monde, et d'autre part des perspectives de croissance économique de plus en plus fragiles.**

• Si l'été s'est avéré riche en préannonces, les dernières semaines ont été marquées par la confirmation de la **mobilité générale des banques centrales** : les opérateurs espéraient beaucoup, ils n'ont pas été déçus ! Leur implication est partout un élément clef de la sortie de crise même si chacune s'y emploie avec des objectifs spécifiques. Tout d'abord les taux courts resteront partout et durablement ancrés vers zéro, offrant une **visibilité monétaire parfaite**. Pour la BCE il s'agit en outre d'accompagner les efforts de remise en ordre des finances publiques en normalisant les taux gouvernementaux des pays du sud grâce au dispositif OMT, tout en confirmant les mesures de soutien aux banques. Côté FED, l'engagement vise, via un programme d'achat d'obligations hypothécaires, à conforter la convalescence du secteur du logement et à enrayer la faiblesse de l'emploi. Enfin la BOJ leur a emboîté le pas, avec une nouvelle vague de rachats d'actifs pour lutter contre l'envolée du Yen et la déflation. Au-delà de la stimulation monétaire elle-même, **ces efforts conjoints contribuent à normaliser les conditions financières qui prévalent dans chaque zone, condition nécessaire, mais non suffisante, à toute amélioration de l'économie réelle.**

- En zone euro, le calendrier de la rentrée semblait a priori semé d'embûches avec ses échéances électorales ou constitutionnelles. Force est de constater que ces étapes ont été franchies sans encombre, ce qui **conforte notre vision d'un cheminement politique lent mais déterminé vers une issue positive pour l'union monétaire.** Certes il subsiste des discordes sur l'Union Bancaire, son périmètre ou les délais de mise en œuvre. L'Europe du nord tergiverse également sur le champ d'intervention du MES et son statut de créancier senior... mais il devrait être en place le 8 octobre ! L'Espagne subit par ailleurs de nouvelles tensions sur sa dette, en jouant la montre dans sa demande de soutien à l'Europe, prise en étau entre la nécessité de cette aide et ses corollaires économiques, sociaux et électoraux. Rien n'est acquis, mais nous sommes convaincus qu'elle n'a d'autre choix que de solliciter ce recours.
- Ces avancées monétaires et politiques contrebalancent un flux de nouvelles macro-économiques ternes attestant d'une **croissance toujours en berne à horizon 2013.** Les **résultats des entreprises au 3^e trimestre** seront, d'ici à quelques jours, **sous haute surveillance**, mais il est peu probable qu'ils surprennent très favorablement dans ce contexte.

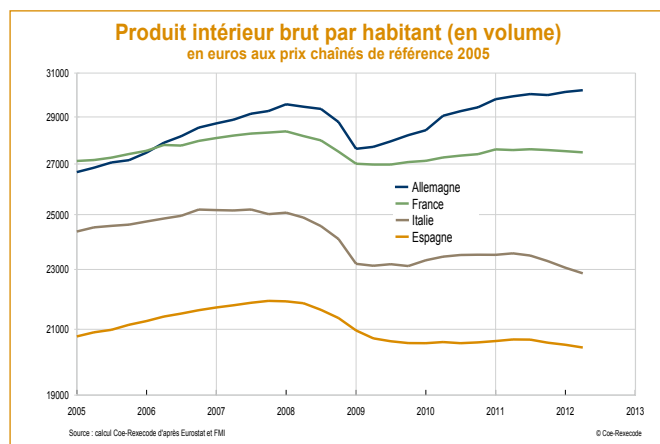
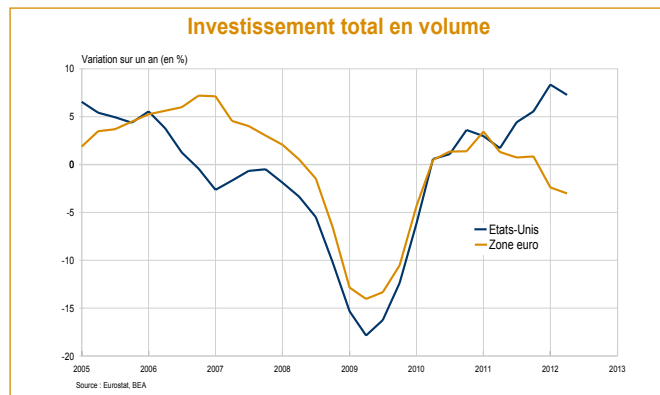
Compte-tenu de la performance acquise depuis le début de l'année sur les classes d'actifs risqués, mais de l'absolue nécessité, dans l'environnement de taux qui prévaut, de persister dans la prise de risque pour consolider ces résultats, **nous privilégions les marchés de dettes gouvernementales à fort bêta aux actions.** Le **facteur de risque** le plus sensible à horizon fin 2012 nous semble en effet être **micro-économique et cyclique**, les valorisations boursières s'avérant plutôt complaisantes face à la poursuite du repli des perspectives bénéficiaires. En revanche nous mettons à profit tout pic de stress pour renforcer nos positions obligataires périphériques, en restant réactifs et mobiles.

La conjoncture récente a été marquée par des mouvements de prix des actifs de grande ampleur et par un **ralentissement du rythme de l'activité économique dans le monde**. A la fin du printemps des tendances nouvelles se sont amorcées sur la plupart des marchés financiers. Les prix du pétrole et des matières premières sont sensiblement remontés (environ 20 %). Les taux d'intérêt des obligations d'Etat à dix ans des pays centraux (Etats-Unis, Allemagne, Royaume-Uni) ont cessé de diminuer et se sont légèrement réorientés à la hausse. Inversement les rendements des pays périphériques de la zone euro ont un peu reculé. Les cours des actions se sont fortement appréciés, surtout en Europe : environ 20 % à

Paris et Francfort, 30 % à Milan et Madrid, contre + 8 % à New York. Le dollar qui s'appréciait contre la plupart des monnaies depuis le printemps 2011, a baissé au cours de l'été, notamment contre l'euro mais pas seulement.

La cohérence entre ces mouvements et surtout avec les indicateurs de l'économie réelle n'est pas évidente. Les indices de conjoncture traduisent dans l'ensemble un tassement du rythme d'activité. La production industrielle mondiale, connue jusqu'en juillet pour une cinquantaine de pays reste encore en expansion. Sur un an, sa progression est de 3 %. C'est moins que la tendance longue (proche de 4 % l'an) et l'évolution récente ne traduit qu'un ralentissement somme toute modéré de l'économie mondiale.

Les graphiques montrent le niveau du PIB et des investissements en volume aux Etats-Unis et en Europe. Les agrégats suivaient des mouvements assez similaires jusqu'à une période récente, y compris lors de la crise de 2008-2009. Un fort découplage est intervenu en 2011. Il s'explique par la crise interne à la zone euro. Le découplage est encore plus marqué entre la zone euro et le reste du monde. Au sein de la zone euro, les produits intérieurs par habitant en valeur réelle divergent nettement.



Aux Etats-Unis plusieurs indicateurs économiques sont en nette amélioration. C'est le cas des commandes intérieures de biens durables et surtout des nouvelles constructions et des prix de l'immobilier. Après avoir joué sur les comportements dans un sens restrictif, l'augmentation de la valeur des logements contribue maintenant à restaurer la confiance des ménages, ce que les enquêtes d'opinion auprès des ménages confirment bien. **L'Europe est bien loin de cette situation. Tous les indicateurs sont mal orientés :** baisse de la consommation des ménages, forte chute des indices de confiance des directeurs d'achats dans l'industrie et dans les services, rechute du climat des affaires dans la construction et dans le commerce, fortes divergences conjoncturelles entre pays. **L'Europe est en récession et on ne voit pas ce qui pourrait à court terme inverser la tendance.**

Cette contradiction apparente entre des tendances financières redevenues relativement plus favorables et les tendances de l'économie réelle très négatives, ne paraît pas soutenable et devra trouver une issue. Un rebond de l'activité économique paraît très peu probable à brève échéance et même au-delà des tous prochains trimestres, la situation européenne laisse peser une large incertitude sur les perspectives économiques. L'inflation enregistre l'impact des variations du prix du pétrole. Elle a nettement faibli dans le monde mais restait encore à 2,7 % en glissement annuel dans la zone euro en septembre.

Perspectives économiques

Le découplage entre l'Europe et le reste du monde que nous soulignons depuis plusieurs mois s'est confirmé, comme le montre le graphique de la page 2. Les régions du monde sont et restent bien sûr interdépendantes. La récession européenne pèse sur les exportations et l'activité de l'Asie. Inversement, le dynamisme même diminué du continent asiatique reste un facteur de soutien pour ses partenaires. Ce qu'il convient de bien identifier dans ce vaste réseau d'interdépendances, ce sont d'une part les facteurs autonomes de croissance de chaque région d'autre part les facteurs de risques.

Pour les pays émergents, le risque de poussée inflationniste semble écarté. En revanche, le risque d'une correction de l'activité un peu brutale en Chine ne l'est pas. Le taux d'investissement reste toujours aussi élevé et le gouvernement cherche même à le soutenir avec le risque d'augmenter encore les capacités de production alors que la demande des ménages reste bridée par un taux d'épargne stable et qui demeure très élevé. Par ailleurs, la Chine est dans une période de changement et de forte incertitude politique. Nous faisons toutefois l'hypothèse que **la croissance de la Chine et de la plupart des pays émergents restera un élément autonome de dynamisme** de l'économie mondiale.

Aux Etats-Unis, les mécanismes classiques de reprise sont en place avec une nette amélioration du marché du logement et le soutien appuyé de la politique monétaire. L'incertitude sur les élections présidentielles laisse la politique budgétaire en suspens. La nouvelle administration prendra des mesures restrictives mais

il nous semble peu probable qu'elle se hasarde à casser une reprise qui s'installe. **Nous maintenons la perspective d'une croissance américaine de 2 à 2,5 % l'an en 2013.**

La zone de risque est toujours l'Europe. La stratégie affichée est la convergence budgétaire pour écarter la menace d'un nouveau défaut souverain. Cependant, les résistances sociales se multiplient et la pression monte pour reporter les échéances. Surtout, pour ce qui concerne les facteurs structurels de la croissance, la zone euro continue de diverger. C'est par exemple visible dans le domaine fiscal. La France augmente massivement le taux des prélèvements obligatoires (qui dépassera dès 2012 tous ses niveaux antérieurs et montera encore en 2013) alors que l'Allemagne l'a stabilisé plus de quatre points de PIB au-dessous du nôtre (ce qui représenterait pour nous de l'ordre de 100 milliards d'euros de prélèvements en moins). La France se déclare favorable à l'épargne longue mais multiplie les hausses fiscales sur l'acquisition, la détention, le rendement et la transmission de l'épargne. Au total, la fiscalité sur le capital (qui n'est autre qu'une taxation de l'épargne) est très supérieure à son niveau en Allemagne. On voit mal dans ce contexte où est la cohérence au sein d'une même zone monétaire. A court terme, le déblocage des "pare-feu" européens (MES, achats de titres par la BCE) peut contenir les risques, mais la menace de nouvelles tensions subsiste et continuera de peser négativement sur la croissance. **Nous envisageons une croissance européenne menacée par de nouveaux soubresauts financiers et encore très faible en 2013 voire au-delà.**

Scénario de référence pour 2012-2013

| | | 2012 | 2013 |
|---------------------------|------------|-------|------|
| Taux de croissance* | États-Unis | 2,30 | 2,50 |
| | Zone euro | -0,50 | 0,30 |
| Taux d'inflation* | États-Unis | 2,00 | 1,70 |
| | Zone euro | 2,50 | 2,00 |
| 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 très légèrement 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.

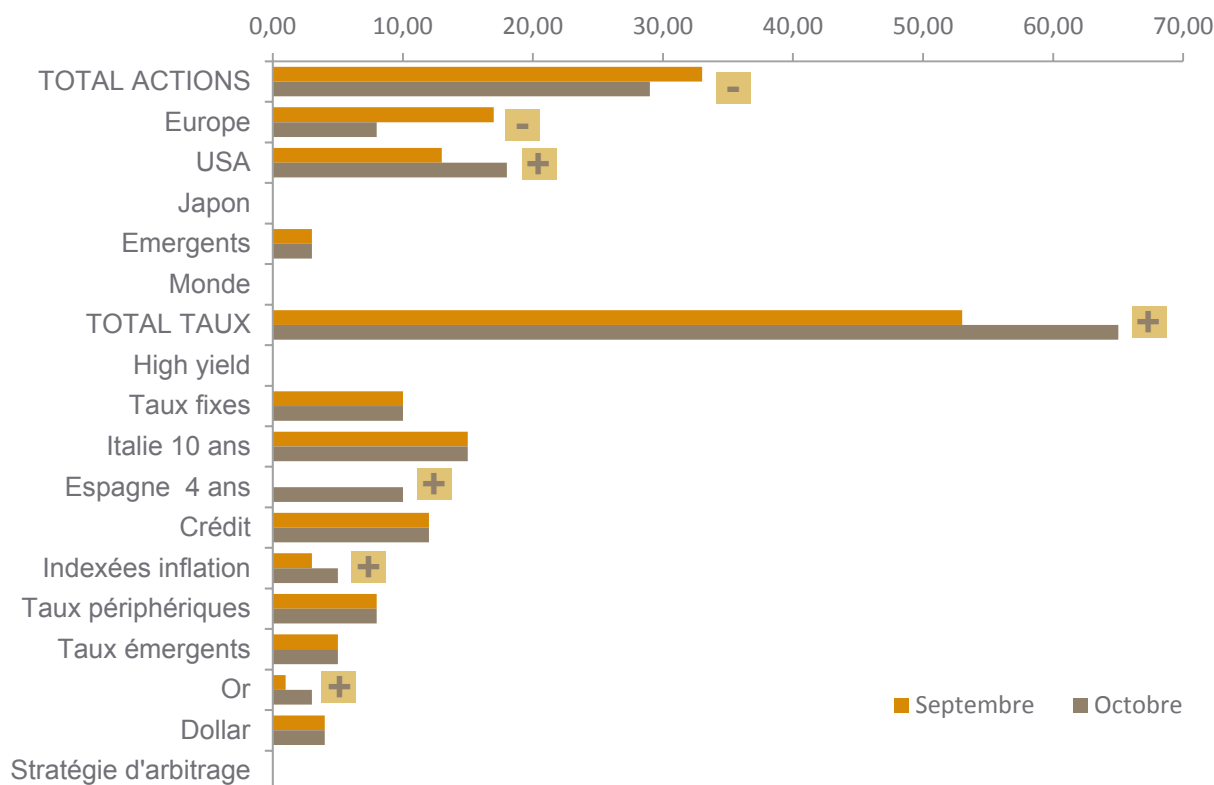
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Du risque mais quel risque ?

Les banques centrales ayant fait ce qu'on attendait d'elles en assurant la liquidité et en ramenant les taux à zéro, l'allocation doit dorénavant privilégier la prise de risque sous réserve d'une analyse fondamentale préalable des valorisations des différents actifs.

Les arbitrages actions US vs Euro ont été renforcés pour privilégier une croissance américaine plus lisible. Néanmoins nous avons acheté des calls (options d'achat) Eurostoxx pour rester exposés au marché européen susceptible de performer tactiquement en dépit d'une récession avérée.

Nous avons augmenté les positions obligataires périphériques par l'achat de 10 % de dette espagnole échéance 2016 dont le

taux est attractif (4,50 %) compte tenu des actions de la BCE. L'essentiel de la sensibilité obligataire du fonds est ainsi assurée par l'exposition sur les dettes et les crédits périphériques. Après un rebond plus que significatif au cours de l'été nous avons soldé notre position sur les mines d'or, leur préférant une allocation en or physique, tant pour sa valorisation que pour son rôle protecteur en cas de résurgences inflationnistes qui pourraient être provoquées par cette abondance de liquidité. Dans le même esprit nous avons augmenté la pondération en obligations indexées sur l'inflation. La part du monétaire (3 %) est historiquement faible.

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.