

## Regard sur les marchés

Après la pause de septembre, octobre est à nouveau un **mois de respiration ou d'hésitations sur les marchés mondiaux**.

Peu d'impact à ce stade en termes d'affichage, les indices boursiers américains terminent néanmoins le mois en territoire négatif (entre -2 % et -4 %), l'Europe se tient paradoxalement un peu mieux tandis que les marchés émergents peinent à conserver l'équilibre sur le mois, tout comme les indices mondiaux. Le pétrole se replie de 5 %, l'or aussi, étrangement... Du côté des marchés de dettes, la normalisation des rendements périphériques s'essouffle en fin de période après un point bas sur les spreads mi-octobre, les taux 10 ans américain et allemand sont quasi-stables et ce sont les dettes privées qui affichent les meilleures performances mensuelles avec entre 1 % et 2 % de progression. Cette consolidation s'explique à notre sens principalement par une **certaine usure des marchés face aux tergiversations politiques en Europe**, et par la **confrontation des bourses à la réalité micro-économique** mise en exergue à l'occasion de la saison des résultats Q3, et ce en dépit de **nouvelles plutôt encourageantes sur le front macro-économique... ailleurs qu'en Europe !**

• Après la **mobilisation volontariste de la BCE cet été**, les politiques européens peinent à lui emboîter le pas en bon ordre, et si la feuille de route tracée depuis fin juin n'est pas remise en cause, la trajectoire s'accompagne d'une **certaine cacophonie** qui finit par altérer la confiance des opérateurs. **L'Union Bancaire** précisée lors du sommet européen du 19 octobre apparaît ainsi comme un compromis malhabile entre une Allemagne qui peine à s'engager avant ses propres échéances électorales, et ses partenaires qui souhaitent voir mis en œuvre les mécanismes de supervision bancaire et de recapitalisation par le MES, tels que prévus. La communication peu harmonieuse sur le traitement respectif des secteurs bancaires irlandais et espagnol a ainsi occulté l'annonce d'une large supervision concernant 8000 banques en 2013. De même le **choix de Mariano Rajoy**

**de ne pas solliciter l'aide européenne** pour l'instant, pas même en ayant simplement recours à une ligne de crédit de type ECCL, diffère tout déclenchement d'achat de dettes via le programme OMT de la BCE et génère une certaine impatience. A noter toutefois, le verdict accueilli avec soulagement de Moody's qui maintient **l'Espagne en catégorie « Investment Grade »** ! En fin de mois pourtant, la révision en hausse des prévisions 2013 de déficit grec sème à nouveau le trouble et relance les spéculations sur le versement par la Troïka de la tranche de 31.5 Mds€ d'aide fin novembre.

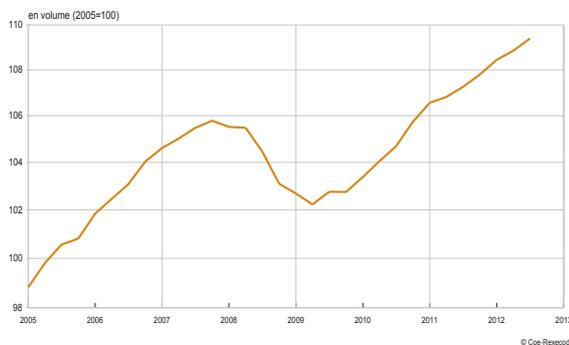
• Aux États-Unis, les bourses sont partagées entre les bonnes surprises macro-économiques et les **résultats des entreprises** au 3<sup>e</sup> trimestre, qui, sans être alarmistes, constituent **l'un des moins bons crus depuis longtemps**. Plus de 270 sociétés du S&P500 ont publié fin octobre et, hors financières, leurs **profits sont désormais attendus en repli de plus de 4 %** avec une contribution très négative des secteurs énergie ou matériaux, et à peine positive pour les secteurs industriels ou de consommation. Pas d'amélioration en vue pour Q4, les **estimations 2013 sont revues à la baisse...** ce qui constitue sans doute le fondement d'une amélioration boursière ultérieure. Mais en attendant les indices américains accusent le coup, fragilisés de surcroît par l'incertitude liée aux élections présidentielles et la réouverture du débat sur la dette publique. La publication de statistiques économiques de bonne facture passe au second plan, d'autant qu'elles mettent en lumière une **activité US à deux vitesses**, dont le rythme est aujourd'hui donné par la consommation et l'embellie du secteur résidentiel, l'investissement restant en berne.

Les marchés abordent la fin d'année avec circonspection, ce qui semble sage au regard du contexte et de la trajectoire observée en 2012 sur la plupart des actifs risqués. **Après un été passé sous le charme des banques centrales, l'euphorie cède place au réalisme** et à la recherche de signaux économiques ou politiques tangibles... à suivre !

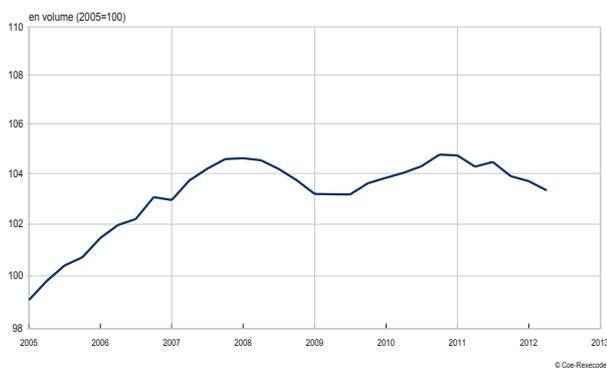
La croissance mondiale avait faibli au deuxième trimestre sans amorcer pour autant un retournement conjoncturel. Dans les pays émergents, l'Amérique latine s'est assez nettement essoufflée. **L'Asie émergente se maintient sur une trajectoire de croissance plutôt soutenue**, de l'ordre de 6 % l'an. Le rythme de l'activité en Chine semble même amorcer un léger redressement. Selon l'Office de Statistique chinois, le taux d'accroissement trimestriel annualisé du PIB se serait établi à 7,7 % au troisième trimestre après 6,8 % au premier trimestre et 5,9 % au deuxième trimestre (voisin de celui du creux de la récession mondiale de la fin 2008, taux qui préoccupait fortement le gouvernement chinois). Le climat des affaires remonte désormais légèrement, indiquant peut-être que le point bas du rythme d'activité pourrait être dépassé.

Les graphiques montrent l'évolution de la consommation totale des ménages en volume aux Etats-Unis et en Europe. La consommation a repris une tendance ascendante aux Etats-Unis. Elle stagne ou même recule en Europe.

## L'évolution du volume de la consommation privée aux Etats-Unis



## L'évolution du volume de la consommation privée dans la zone euro



**Les Etats-Unis ont retrouvé plus d'allant** au troisième trimestre. Les indices des directeurs d'achat ont rebondi dans l'industrie et dans les services. Au total, l'indice composite représentatif de l'économie globale suggère une remontée du taux de croissance vers 2,5 % l'an voire au-delà au quatrième trimestre. La consommation des ménages s'est redressée au cours de l'été. Les résultats du troisième trimestre confirment que l'économie américaine est installée sur une trajectoire d'expansion autour de 2 % l'an, le trou d'air du printemps n'ayant pas duré. **La déception vient du ralentissement du rythme de l'investissement productif**, revenu d'un taux de 15 % l'an au troisième trimestre 2011 à moins de 2 % l'an au troisième trimestre. Le principal moteur de croissance est la reprise de l'investissement résidentiel qui se situe sur une tendance de plus de 15 % l'an depuis un an. Il est vrai que les achats de logement ne représentent que 2,5 % du PIB de sorte que leur contribution « mécanique » au taux de croissance total n'est que d'environ 0,3 point. Cependant, **le secteur de l'immobilier confirme sa sortie de crise**, qui se traduit par un début de remontée des prix et une augmentation du rythme des mises en chantier dont la persistance constitue traditionnellement un catalyseur de la croissance globale. La Réserve Fédérale maintient pour l'instant son diagnostic prudent et se déclare toujours prête à soutenir l'économie, ce qu'elle fait déjà largement par ses interventions et par la baisse du taux hypothécaire à des niveaux qui sont les plus bas de tous les temps.

**La zone euro continue en revanche de s'enfoncer dans la récession.** Selon les enquêtes de la Commission Européenne, l'opinion des industriels est de plus en plus négative non seulement sur les tendances de la production mais aussi sur le niveau des carnets de commande. Les indices des directeurs d'achat restent très médiocres. Ils reflètent une contraction des secteurs de service et de l'économie dans son ensemble, sans donner aucun signe de stabilisation pour l'instant. L'inflation se maintient cependant à un niveau plutôt élevé, au voisinage de 2,5 % en glissement sur un an. Compte tenu de la stabilisation des prix des importations et de l'euro et de la dépression de la demande finale, le taux d'inflation devrait se tasser prochainement.

# Perspectives économiques

**L'espoir d'une petite croissance européenne en 2013 est désormais bien tenu**, les bases attendues de ce retour de croissance étant très incertaines et fragiles. Alors que la zone euro est déjà en récession, l'impulsion budgétaire globale pour 2013 est négative d'un montant ex ante de l'ordre de 1,5 point de PIB. A cet impact s'ajouteront les effets multiplicateurs sur l'économie dans son ensemble.

L'espoir de croissance repose principalement sur les conséquences favorables de la stabilisation des marchés financiers. C'est un fait que la perspective d'achats de titres publics par la Banque Centrale Européenne a entraîné une forte réduction des primes de risque sur les dettes des pays périphériques à la fois parce que le risque potentiel de change s'est éloigné et parce que le risque de défaut d'un Etat est clairement repoussé. Les écarts de taux entre les Etats se sont réduits, la baisse des dépôts bancaires s'est interrompue en Grèce et en Espagne et les spreads de crédit sur les obligations bancaires ont nettement diminué. **Il reste toutefois d'assez nombreux écueils à surmonter, notamment pour la Grèce** qui ne parvient toujours pas à tenir ses engagements, demande des nouveaux reports d'échéances et charge ainsi les tirages futurs sur le mécanisme européen de stabilité financière désormais en place. **L'Italie est en revanche bien avancée dans la voie de l'assainissement**. Le déficit public de 2013 devrait être ramené à 1 % du PIB malgré la faiblesse de la croissance et des réformes structurelles ont été engagées dans les domaines des retraites, du marché du travail et de la collecte des impôts. **L'Espagne est loin de cette situation**.

Au choc de déséquilibre budgétaire, dû comme dans la plupart des pays aux effets de la récession mondiale, s'ajoutent les conséquences de la crise immobilière. La dévalorisation des actifs immobiliers pèse sur le secteur bancaire et entraîne un effet de richesse négatif sur les ménages, facteurs qui pèseront durablement sur la croissance.

L'impasse budgétaire du Japon était un peu passée au second plan, l'idée implicitement admise étant que l'épargne japonaise se place spontanément en emprunts publics japonais de sorte qu'il n'y a pas de limite à la dette publique. Il s'avère que le niveau de dette publique (qui représente près de deux fois le PIB) commence à inquiéter les investisseurs et que **dans l'ordre des « falaises fiscales », celle du Japon est de loin la plus haute**.

L'incertitude pourrait aussi se déplacer vers les Etats-Unis. Le résultat des élections présidentielles ne change rien au problème à résoudre. Un ensemble de mesures prises dans le passé pour soutenir l'économie viennent à échéance fin 2012. Sauf décisions nouvelles qui supposent un accord politique, des coupes budgétaires et des augmentations fiscales interviendront « automatiquement » d'ici quelques mois pour un montant estimé à 5 % du PIB. Un tel choc ferait retomber en récession l'économie américaine. L'hypothèse vraisemblable est que ce choc sera étalé dans le temps, mais il n'est pas douteux qu'une part de la croissance américaine devra être préemptée pour rétablir les comptes publics. Au total, **les incertitudes financières restent fortes et les perspectives de croissance seront durablement bridées**.

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 maintenons nos perspectives antérieures pour la zone euro et les Etats-Unis. Dans ce contexte les taux d'intérêt resteraient bas en 2012 et 2013.

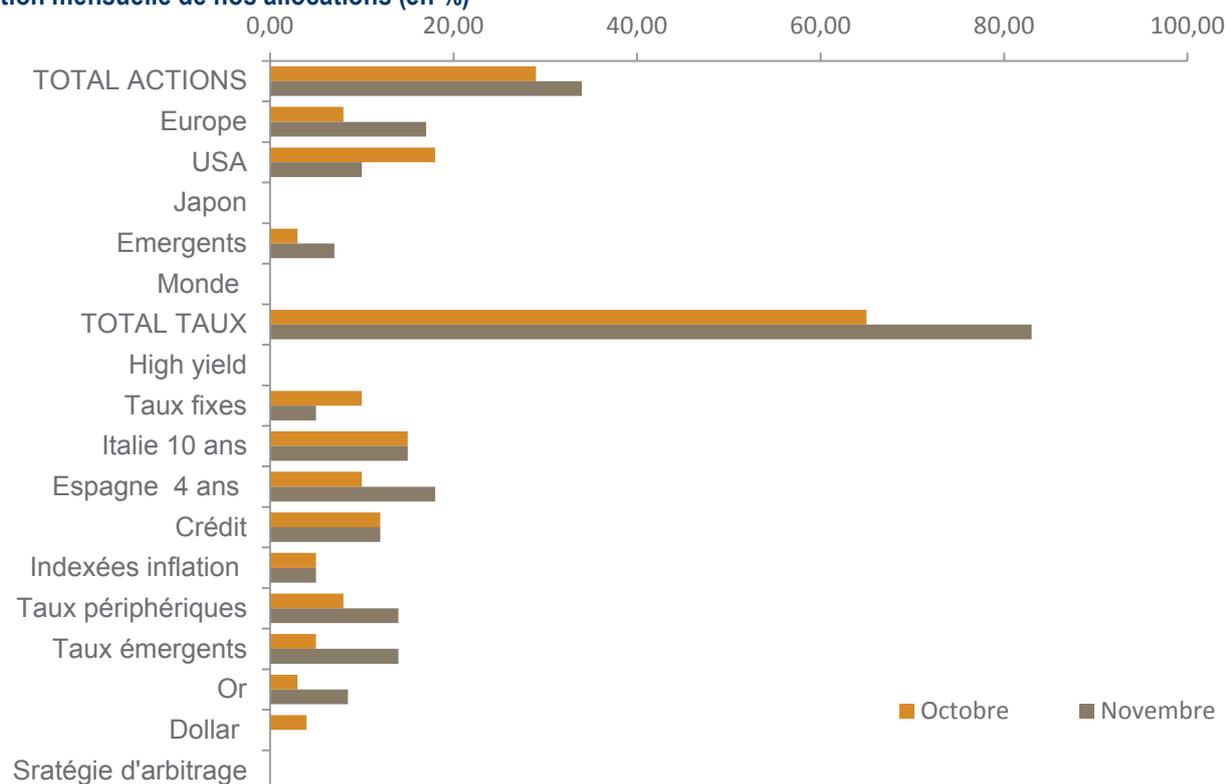
\*Moyenne annuelle - \*\*En fin d'année

# 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 %)



## Pastorale américaine

Les marchés sont depuis plusieurs jours dans l'attente des résultats des élections américaines et les volumes sont devenus limités.

Les évolutions sectorielles seront sans doute très différentes en fonction du candidat victorieux. Par ailleurs, la majorité prochaine du Congrès revêt une importance primordiale, car elle guidera l'évolution de la politique fiscale qui sera menée aux Etats-Unis.

Toutes ces interrogations nous ont poussés à diminuer la part des actions US au profit des marchés européens et émergents, nous avons également soldé les positions libellées en dollar.

Nous avons continué notre programme d'achat de dette espagnole échéance 2016 (+8%) dont le taux s'est tendu suite à la dégradation par Moody's de cinq régions.

Nous attendions un signal positif venant de Chine. L'amélioration du

PMI chinois nous a donné l'opportunité d'augmenter les positions actions et obligataires en Asie.

Nous avons poursuivi nos achats en or physique, essentiellement pour son rôle protecteur en cas de résurgences inflationnistes qui pourraient être provoquées par l'abondance de liquidités disponibles. Le risque du portefeuille est équitablement reparti entre actions et obligations.

Les investissements en dettes périphériques ont vocation à demeurer dans le portefeuille sur un horizon moyen terme, et tablent sur une décision politique favorable aux taux de refinancement espagnol.

A l'inverse l'augmentation récente de la pondération en actions européennes obéit davantage à un choix tactique qui vise à profiter d'un niveau de valorisation attractif en relatif à celui des actions US.

*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.*