

# Orientations et Stratégie n°130

Lettre mensuelle de La Française AM | Décembre 2012 - Achevée de rédiger le 05 | 12 | 2012

## Regard sur les marchés

Après deux mois de respiration et une nouvelle phase d'anxiété début novembre, **les marchés** rebondissent et **semblent à nouveau croire en un possible rallye de fin d'année...** En variation mensuelle la progression des indices boursiers reste modeste puisque si le Japon dénote avec une performance de +5 %, les Etats-Unis sont à peine positifs et l'Europe avoisine +2 %. Les performances des dettes privées sont proches de ce niveau et la très bonne tenue des dettes périphériques en fin de mois dope le rendement mensuel des indices obligataires européens. Cette embellie récente après trois mois de "trading range" est-elle raisonnable au regard de perspectives 2013 pour le moins mitigées ? Et sur quels catalyseurs s'appuie cette dynamique soudainement plus favorable ?

- Les premiers éléments qui fondent à notre sens ce sursaut d'optimisme sont macro-économiques. Pour s'en convaincre il faut évidemment **abandonner notre focale européenne pour constater l'amélioration indéniable des indicateurs en Asie et aux Etats-Unis** : emploi, immobilier, consommation rassurent outre-Atlantique face à la perspective du resserrement fiscal et permettent un rebond du PIB au 3<sup>e</sup> trimestre, tandis qu'en Chine le redressement de l'activité manufacturière et des commandes à l'exportation ainsi que la demande interne confortent également l'idée d'une reprise. **En zone euro en revanche, aucun espoir n'est permis sur le front économique**, le sud entraîne désormais le nord vers la récession par des effets de contagion intra-zone dommageables aux meilleurs élèves, et le point bas est encore devant nous.
- **Sur le front politique** il faut toutefois noter quelques avancées récentes qui ont mis du baume au cœur des opérateurs : l'Eurogroupe a ainsi trouvé un accord sur les moyens de **réduire la dette grecque** à 124 % du PIB d'ici à 2020 (allègement des charges, étalement du remboursement...), ce qui ouvre la voie au versement des prochaines tranches d'aide

pour un peu plus de 40Mds€, dès lors que l'offre en cours de rachat de sa dette par la Grèce (10Mds€) s'avère un succès... à confirmer donc, mais les conditions proposées sont de bon augure. De son côté, **la restructuration du secteur bancaire espagnol** franchit une nouvelle étape avec le déblocage par la Commission Européenne via le MES de près de 40Md€ pour la recapitalisation de quatre banques nationalisées. Après les déclarations de l'été, il fallait des actes, en voilà donc qui offrent aux marchés un répit, d'autant que de l'autre côté de l'Atlantique, démocrates et républicains semblent jouer la carte de la conciliation, ce qui devrait permettre au Congrès de **repousser le fameux "Fiscal Cliff" par un accord a minima qui ne mette pas en péril la croissance 2013**. Gardons toutefois à l'esprit qu'en Europe le cheminement politique sera en 2013 étroit et semé d'embûches dans un contexte électoral lourd en Allemagne. Le débat sur l'Union Bancaire devrait en particulier rester vif entre pays de la zone euro, Paris et Berlin étant loin de converger sur le rôle pourtant clef de la BCE.

- Dernier point, traité à ce stade comme un non évènement par les marchés : la **dégradation de la note de la France par Moody's**. L'impact sur le rendement relatif des OAT est quasi-neutre pour l'instant, tant l'univers d'investissement AAA est aujourd'hui réduit, mais les grands investisseurs mondiaux dotés de règles ultra-prudentes devraient l'intégrer en allocation l'an prochain... à suivre donc.

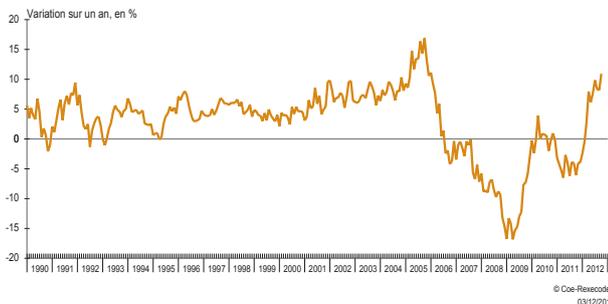
Soucieux de **capoter les dernières opportunités 2012** offertes par les quelques bonnes nouvelles du mois écoulé, et en dépit d'une perspective 2013 globalement assez morose, nous restons pour l'instant investis, mais réallouons nos budgets de risque sur les **classes d'actifs ou les zones qui nous apparaissent comme les plus prometteuses ou les plus en retard**. Ceci nous conduit à préférer en cette fin d'année les actions au crédit, avec un biais vers l'Asie et l'Europe, comme nous le détaillons en dernière page.

**L'expansion mondiale se poursuit à une allure très modérée.** Le taux de croissance du PIB mondial au troisième trimestre ressort à environ 2,5 % l'an. Celui de la production industrielle mondiale continue de se tasser légèrement. De plus de 10 % l'an à la sortie de la récession au début 2010, il est retombé à l'automne 2012 à 2 % l'an. Les cours des principales commodités mondiales, au premier rang desquelles le pétrole, stagnent ou se replient légèrement. Cette situation globale peu favorable mais dans laquelle on ne décèle pas de menace devrait se prolonger.

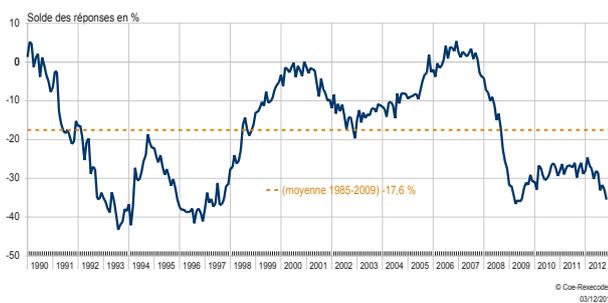
**La zone euro n'a pas touché le point bas de la récession.** Tous les indicateurs conjoncturels y sont médiocres et mal orientés. Le volume des ventes au détail stagne. Les indices

Le premier graphique montre le rythme de variation du prix de vente médian des maisons individuelles existantes aux Etats-Unis. Il montre le redressement des prix de l'immobilier ancien qui alimente un retour de la construction de logements et une amélioration de la confiance des ménages. Le deuxième graphique montre que le secteur de la construction (ensemble logement et autres constructions) rechute dans la zone euro.

Etats-Unis : Prix de vente médian des maisons individuelles existantes



Zone euro : climat des affaires dans la construction



de confiance des industriels, des entrepreneurs de construction comme ceux des consommateurs reculent. Le taux d'utilisation des capacités de production est en baisse, les prêts au secteur privé se contractent et on voit mal ce qui pourrait à court terme enrayer le mouvement.

Sur le continent asiatique, **les craintes d'un blocage de la croissance chinoise se sont dissipées, au moins pour le court terme**, peut-être en partie grâce aux mesures de soutien de l'activité. La croissance du PIB chinois s'est accélérée à 7,7 % l'an au troisième trimestre après 6,8 % puis 5,9 % aux premier et deuxième trimestres. La production industrielle ré-accélère un peu. La nouvelle équipe gouvernementale semble privilégier la continuité politique et économique. La principale cause de l'amélioration conjoncturelle est à nos yeux le fort recul du taux d'inflation, revenu de 6 % à 2 % en un an, ce qui soutient les gains de pouvoir d'achat. Les prix à la production reculent même sensiblement.

**La situation est moins claire dans les autres grands pays émergents** où plusieurs facteurs d'incertitude, voire d'inquiétude, sont apparus. C'est le cas au Brésil où la production industrielle est structurellement bridée par la faiblesse du taux d'investissement (elle recule même depuis un an). La pression de la demande se traduit par la persistance d'un taux d'inflation élevé. **La "stagflation" est particulièrement marquée en Argentine.** L'inflation officielle y est proche de 10 % (l'inflation officieuse donne plutôt 20 %), le PIB stagne, le déficit public est financé par la création monétaire et le taux de change de la monnaie se déprécie au rythme de 15 % l'an.

**Les Etats-Unis poursuivent leur redressement progressif.** Les données récentes confirment nos diagnostics antérieurs d'une reprise économique à un rythme modéré mais dont les bases se renforcent progressivement. Le taux de croissance du troisième trimestre a été révisé en hausse à 2,7 %, ce qui est plus conforme aux anticipations des directeurs d'achats que les estimations antérieures. Au total, l'économie mondiale devrait se maintenir au cours des prochains mois sur une trajectoire d'expansion très modérée, sans heurts et avec une tendance au tassement de l'inflation.

# Perspectives économiques

Les perspectives économiques pour 2013 et 2014 que vient de publier l'OCDE donnent bien le ton des espoirs et des interrogations qui prévalent actuellement chez la plupart des économistes. Comme le plus souvent lorsque la conjoncture est basse les prévisionnistes de l'OCDE s'attendent à une amélioration de la situation : 1,4 % en 2012, 1,4 % en 2013 puis 2,3 % en 2014 selon leurs prévisions pour la croissance de la zone OCDE. L'inflation resterait inférieure à 2 % l'an en moyenne aux Etats-Unis sur toute la période. Elle baisserait au voisinage de 1 % l'an en 2014 dans la zone euro, tandis que le Japon sortirait de la déflation (baisse des prix) seulement en 2014. Dans ce contexte, **les taux d'intérêt à court terme resteraient inférieurs à 1 % dans la plupart des pays de l'OCDE en 2013 et en 2014.**

Ces prévisions parient sur un retour de l'expansion vers sa tendance longue dans les pays développés, mais un retour encore lointain. Au-delà des chiffres, les commentaires de l'OCDE font preuve d'une rare inquiétude. Ils insistent notamment sur les "trois cercles vicieux négatifs qui amplifient les chocs" dans la zone euro. Les craintes concernent toujours la solvabilité des banques et des emprunteurs souverains et "il n'est pas difficile d'imaginer que la situation puisse dégénérer, par exemple qu'un pays bénéficiaire d'un programme d'assistance financière internationale s'avère incapable de tenir ses engagements". L'OCDE conclut ainsi que **"la zone euro, sur laquelle pèsent des risques de fragmentation considérables, pourrait être en péril"**. La lecture des préconisations proposées montre en outre les contradictions dans lesquelles la politique économique est aujourd'hui empêtrée. Ainsi, "de nouvelles mesures de détente des condi-

tions monétaires sont nécessaires dans la zone euro, au Japon et dans certaines économies de marché émergentes, notamment en Chine et en Inde" mais "le maintien de taux d'intérêt à long terme à un très bas niveau pendant une période prolongée pourrait retarder le nécessaire désendettement et entraîner une prise de risques excessive". Et plus loin "le redressement des comptes publics s'impose dans nombre de pays, mais une trop grande austérité pourrait être dommageable". Toutes ces observations prises une à une sont justes mais donnent bien **peu de repères sur ce que serait le "juste milieu" à trouver, notamment dans la zone euro.**

Dans l'immédiat les avancées institutionnelles, la position de la BCE et le déblocage de la Grèce et des banques espagnoles ont rassuré les marchés. Pour autant les problèmes de fond demeurent. L'Italie par exemple paraît en passe de maîtriser ses déséquilibres. Le pays dégage un excédent primaire public. La balance commerciale est excédentaire depuis quelques mois et les taux d'intérêt publics se sont détendus. Cependant, l'amélioration de la situation italienne est plus apparente que réelle. L'excédent commercial tient à la contraction de la demande intérieure et des importations. Le taux d'intérêt à dix ans reste plusieurs points au-dessus de la croissance nominale du PIB en valeur, le taux de défaut des ménages et le poids des prêts bancaires non performants remontent. Les réformes structurelles engagées auront à terme un effet positif mais l'ajustement prendra sans doute plusieurs années. L'exemple italien illustre la **tendance à l'amélioration dans la zone euro mais aussi les nombreux risques à surmonter au cours des prochains trimestres.**

Scénario de référence pour 2012-2013

		2012	2013
Taux de croissance*	États-Unis	2,30	2,50
	Zone euro	-0,50	0,00
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 maintenons sans changement notables nos perspectives antérieures pour la zone euro (légère révision en baisse du PIB 2013) et les Etats-Unis. Dans ce contexte les taux d'intérêt resteraient bas en 2012 et 2013.

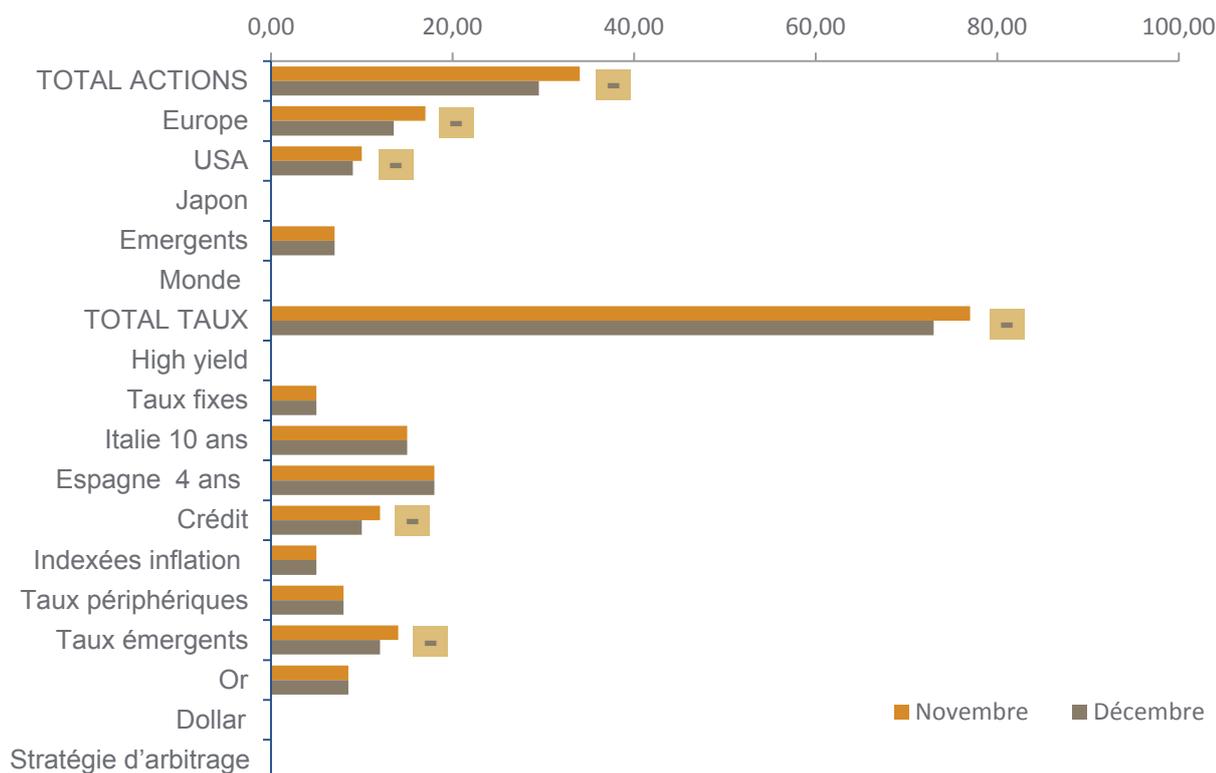
\*Moyenne annuelle - \*\*En fin d'année

# 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 %)



## Fiscal cliff ou Christmas gift ?

Après un début novembre hésitant, les marchés ont connu un engouement pour tous les actifs risqués aussi bien actions que taux.

Ces actifs ont performé d'une manière quasi équivalente et notre choix de demeurer investis sur des dettes périphériques plutôt qu'en actions s'est avéré judicieux.

Fin novembre, signe de normalisation sur les marchés, les taux européens "core" et périphériques ont performé concomitamment alors que les actions consolidaient suite aux prévisions publiées par l'OCDE. Néanmoins les espoirs d'avancées sur le "fiscal cliff" ont permis aux marchés actions de reprendre

finalement une tendance haussière.

Début novembre, nous avons fait le choix de conserver les titres périphériques au détriment des actions pour répondre à notre objectif de maîtrise du risque, nous renforçons désormais à nouveau l'exposition en actions européennes.

Cet accroissement de la pondération en actions devrait se poursuivre en contrepartie de prises de profits réalisées sur la dette privée et émergente.

Nous conserverons les positions périphériques tant que le mouvement de normalisation des rendements n'aura été que partiellement opéré.

*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.*