

Regard sur les marchés

Les marchés terminent l'année, comme nous l'anticipions, sur une note optimiste : ils continuent à apprécier une série de chiffres économiques de bonne facture aux Etats-Unis et en Chine, digèrent avec fatalisme des statistiques européennes dégradées mais assorties d'indicateurs avancés stabilisés, se satisfont des avancées des plans de soutien en Espagne ou en Grèce, s'émeuvent brièvement de la résurgence du risque politique en Italie, et **continuent à investir leur confiance dans la capacité des banques centrales à gérer les risques extrêmes, bien plus qu'ils ne croient en une perspective très porteuse en 2013 pour la croissance**. Les actifs risqués sont donc à la fête, en variation mensuelle la progression des indices boursiers est tangible, le Japon dénote avec une performance proche de +10 % (effet Yen), les Etats-Unis prennent du retard (effet fiscal cliff) sur l'Europe où les performances avoisinent +5 %. Les marchés de dettes ne sont pas en reste qu'il s'agisse du crédit ou des dettes périphériques mais surtout émergentes qui terminent l'année en beauté ! **La photo finale 2012 est donc très flatteuse, merci à nos banquiers centraux... mais elle pose d'autant plus cruellement la question du potentiel 2013 !** A la veille de ce nouvel exercice recensons les facteurs d'espoir, les points de vigilance ou les surprises susceptibles de moduler nos convictions :

- Si les derniers mois ont été porteurs de bonnes nouvelles à l'international, **la croissance mondiale restera sous haute surveillance, en particulier aux US où une franche reprise cyclique reste conditionnée à la remise en ordre des comptes publics**. Rassurés par l'emploi et l'embellie immobilière potentiellement très porteuse pour l'activité, les marchés y surveilleront néanmoins le tassement de l'activité manufacturière. Le 1^{er} trimestre permettra de tester leur résistance à une éventuelle consolidation de la dynamique américaine alors même que la zone euro est encore en récession.
- Sur le front politique, le cycle électoral des pays clés n'est pas terminé, après les États-Unis, la Chine et le Japon qui viennent

de faire des choix cruciaux, l'Italie –plus tôt que prévu– et l'Allemagne seront sur le devant de la scène, avec des enjeux européens majeurs. **La zone euro s'est indiscutablement renforcée en 2012**, la sortie de la Grèce a été évitée au prix de deux restructurations, la supervision bancaire est définie modulo un différé de mise en place au 1^{er} mars 2014, les pare-feux MES et FESF disposent d'une force de frappe de 700 Mds€ en cas de tensions au sud et se savent appuyés par la BCE depuis l'été. Beaucoup reste à faire, le feuilleton grec n'est pas clos, l'Espagne hésite toujours à faire appel au plan, l'Union Bancaire suppose l'ajout d'un mécanisme de gestion des crises et de garantie des dépôts, et donc l'abandon de nouvelles prérogatives nationales. **La fragilité institutionnelle de la zone persistera et restera vecteur de volatilité**, d'autant que les décisions portant sur les propositions du rapport Van Rompuy vers une Union Économique et Monétaire sont différées à mi-2013.

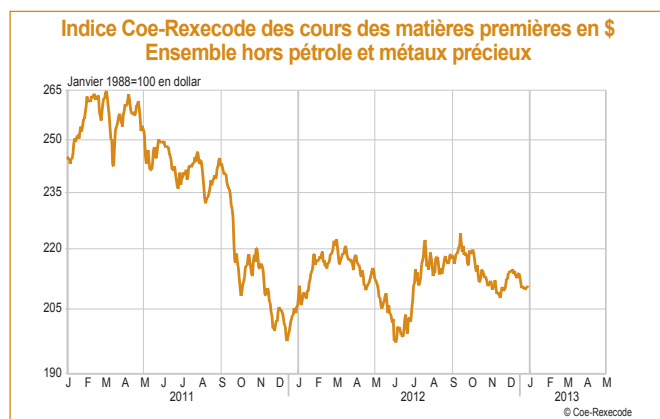
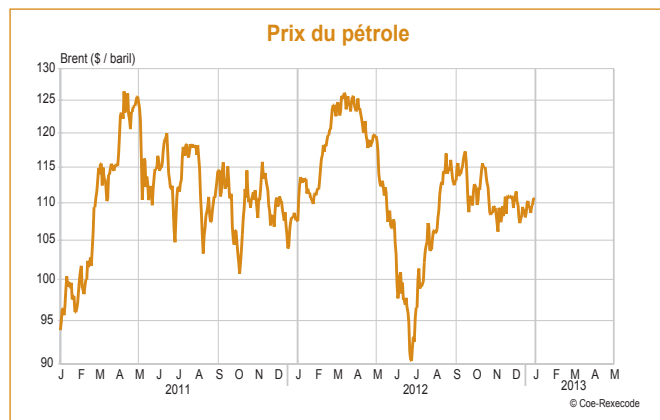
- **Les banquiers centraux, à la manœuvre** avec efficacité en 2012, vont le rester, la BOJ vient d'en faire la démonstration. La FED de son côté vient d'innover en fixant un objectif de taux de chômage qui change peu, pour l'instant, les certitudes monétaires. **Mais jusqu'à quand ?** La récente et légère remontée des taux longs est à surveiller et ce nouveau mode de communication de la FED générera sans doute davantage de volatilité. Tout comme **la guerre des changes** de toute évidence ouverte entre grandes puissances pour doper leur compétitivité face à la raréfaction des marchés en croissance.

Le contexte monétaire imposera en 2013 la prise de risque à qui veut afficher une performance même modeste. Les primes de risque actions sont substantielles, celles du crédit, des dettes périphériques et émergentes se sont amenuisées mais subsistent face à la décline des taux "core". A l'aube de cette nouvelle année nous souhaitons à nos lecteurs **clairvoyance, sélectivité et réactivité pour capter ces opportunités !**

Le mois de décembre n'a pas révélé de changements de tendance significatifs de l'activité mondiale. Pour l'instant les évolutions conjoncturelles restent négatives dans toute l'Europe. Les indices de la production industrielle reculaient jusqu'en octobre (dernier mois connu) alors que le niveau de la production était inférieur de 13 % à son point haut de 2008. Le volume des ventes au détail reste orienté à la baisse. Le PIB de la zone euro s'est encore contracté au troisième trimestre 2012 pour la quatrième fois consécutive et le quatrième trimestre s'annonce négatif. Dans cet ensemble plutôt sombre, un signal d'inflexion vers un essoufflement de la récession est donné par les indices "PMI" dans l'industrie. L'indice de décembre est stable. Son niveau (46 %), toujours inférieur à 50, reflète une poursuite de la récession mais la stabilisation de l'indice

indique que le rythme de la récession ne s'accroît plus. Il faudrait maintenant que l'indice revienne au-dessus de 50 pour pouvoir affirmer que le point bas de l'activité est dépassé. Il ne semble pas que cela puisse être le cas avant quelques mois. L'indice de l'institut IFO de Munich, qui reflète bien la conjoncture allemande, est illustratif de l'espoir d'amélioration qui se fait jour. L'indicateur de la situation récente continue de baisser. En revanche l'indicateur des perspectives à six mois s'est redressé. Le rebond des cours boursiers en fin d'année traduit bien sûr l'apaisement des tensions financières dans la zone euro mais peut-être aussi l'anticipation d'une amélioration conjoncturelle dans le courant de 2013.

Les graphiques montrent l'évolution du prix du pétrole et de l'indice moyen des cours des matières premières hors pétrole et métaux précieux en 2011 et 2012. Ces cours sont dans l'ensemble sur une tendance stable ou décroissante.



Aux Etats-Unis, les derniers indicateurs demeurent orientés positivement mais sont toujours hésitants, notamment dans l'industrie où les carnets de commande ne se regarnissent pas. Les ventes au détail en valeur ont légèrement augmenté en novembre alors que le prix moyen des biens baissait. Le volume des ventes au détail a donc augmenté sensiblement (1,3 %) ce qui laisse présager un accroissement de la consommation globale. Dans le secteur immobilier, l'indice de confiance des promoteurs et le nombre des permis de construire poursuivent leur redressement. L'inflation des prix de détail se tasse et se rapproche de l'inflation sous-jacente grâce à la chute des prix de l'énergie. Sur douze mois, le glissement des prix à la consommation s'établit à 1,8 % et sur trois mois à 1,6 %.

Le dollar s'affaiblit contre la quasi-totalité des grandes devises **Au Japon, le gouvernement formé par M. Shinzo Abe affiche une politique budgétaire de soutien** malgré une dette publique qui se monte à plus de deux années de PIB. Il a obtenu de la Banque centrale un nouvel assouplissement monétaire quantitatif. Il en résulte une forte baisse du yen. L'euro se maintient en contrepartie à un niveau élevé. Il est au-dessus de 1,30 dollar et vient de franchir le niveau de 110 yens. Le taux de change nominal effectif moyen de l'euro contre l'ensemble des autres devises est même à son plus haut niveau depuis le printemps dernier. La remontée de l'euro contribue à la désinflation européenne mais elle limite les capacités de rebond des exportations et de l'activité industrielle.

Perspectives économiques

La perspective privilégiée par la plupart des instituts de conjoncture reste un scénario de ré-accélération très graduelle de la croissance mondiale avec toujours de fortes disparités entre régions du monde. La récession se poursuivrait au début 2013 en Europe et au Japon, la croissance se maintiendrait en Chine (à un niveau qui s'est déjà renforcé), et elle resterait modérée mais régulière aux Etats-Unis. Au total, l'économie mondiale progresserait en 2013 et en 2014 mais à un rythme toujours inférieur à sa tendance de longue période. Le dernier "consensus" (moyenne des prévisions des instituts) est de 3,1 % pour 2011, 2,5 % pour 2012, 2,6 % pour 2013. **Cette séquence de croissance mondiale faible devrait permettre de contenir toute menace de hausse des cours des matières premières et de l'inflation.** Elle limite aussi les capacités de désendettement des agents économiques, et le désendettement limite à son tour les capacités de rebond économique.

Le désendettement des agents privés est avancé aux Etats-Unis mais il s'amorce à peine dans la zone euro. Quant à la consolidation des finances publiques, elle s'amorce à peine aux Etats-Unis avec le demi-accord obtenu à l'arraché à la Saint-Sylvestre. Elle avance plus clairement dans la zone euro mais elle est loin d'être achevée. Le déficit budgétaire aura encore été en 2012 de 8 % du PIB en Espagne, 7 % en Grèce, 5 % au Portugal, 4,5 % en France et 3 % en Italie. **La récession retarde la consolidation des comptes publics tandis que les frais financiers à payer sur la dette publique ont commencé à remonter après une longue période de recul. La dette publique continue de progresser partout.** Elle se situera fin 2013 dans le meilleur des cas au-dessus de

84 % du PIB en Espagne (où elle augmente au rythme de 8 points par an), proche de 126 % en Italie et de 120 % au Portugal. L'écart entre le taux apparent de la dette publique et l'évolution du PIB nominal empêche la résorption de la dette malgré les efforts de réduction du déficit primaire. En 2012, cet écart est ressorti à près de 5 points en Espagne et en Italie.

Dans ce contexte, un redémarrage de la demande domestique peut difficilement être envisagé en Europe à court terme, d'autant que les perspectives du marché du travail restent sombres. Le taux de chômage continue de progresser. Il dépasse 25 % de la population active en Espagne et en Grèce, 16 % au Portugal et il est proche de 11 % en Italie. La perspective économique européenne est favorable à de nouveaux reculs du taux d'inflation, le chômage exerçant une forte pression sur les salaires et la faiblesse de la demande finale contraignant les entreprises à tenir leurs prix. Les anticipations d'inflation à dix ans dans la zone euro viennent de tomber à moins de 1 %. La BCE pourrait prendre acte de cette situation par une baisse de son principal taux directeur.

Aux Etats-Unis, selon les comptes financiers que la Fed vient de publier, le désendettement des ménages se poursuit. Le taux d'endettement (dette rapportée au revenu) a diminué de 130 % en septembre 2009 à 110 % actuellement (son niveau de l'automne 2003). Avec le recul de la dette et la remontée des cours boursiers et du prix de l'immobilier la valeur du patrimoine des ménages se redresse sensiblement ce qui soutiendra le redressement de la demande.

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	0,75	0,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	1,85	2,50
	OAT	1,96	2,30

Nous ne modifions pas le scénario de référence de 2013 : à peine plus de croissance qu'en 2012, des taux d'inflation plus faibles, des taux d'intérêt toujours bas.

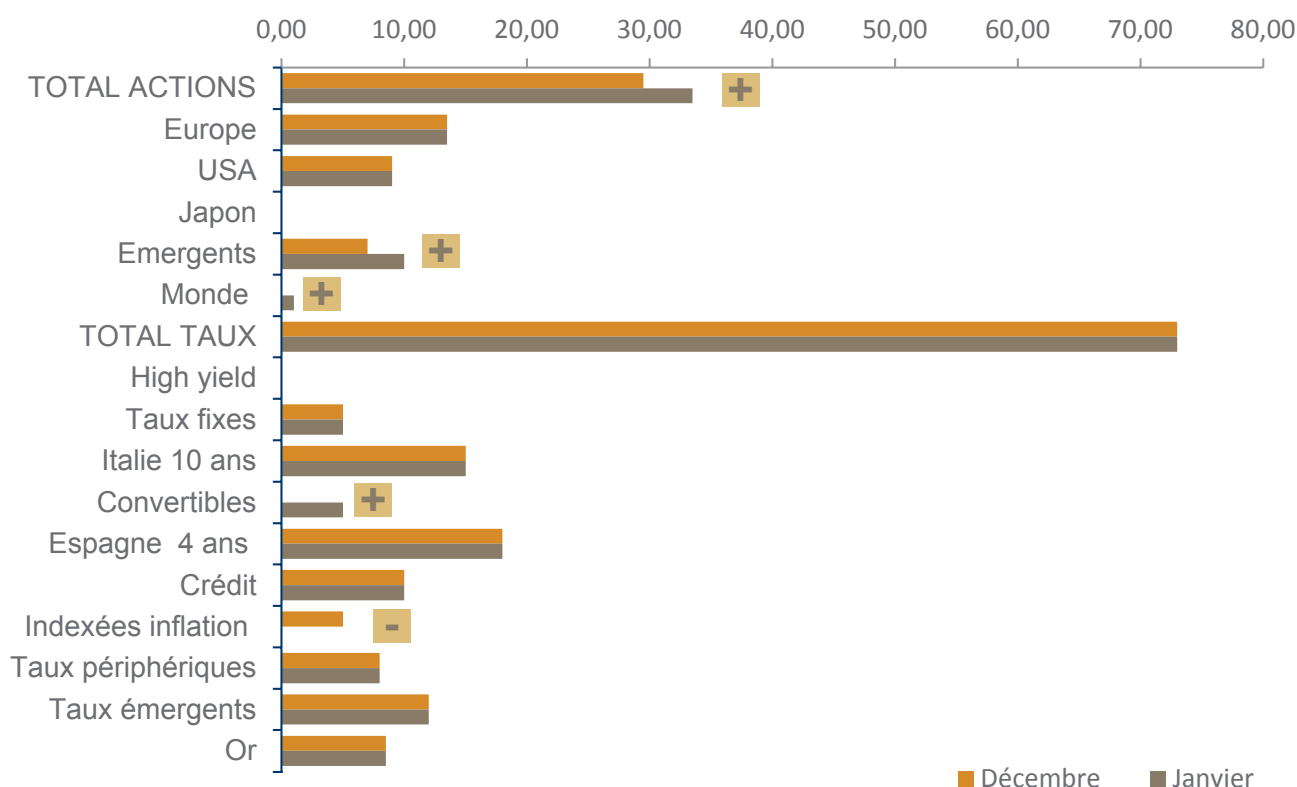
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



A la recherche du rendement perdu

Les traditionnelles questions sur l'allocation d'actifs ressurgissent en début d'année et force est de constater que les réponses ne sont pas évidentes tant les taux sont bas et les incertitudes économiques élevées, la mobilité sera sans aucun doute un des éléments clefs de 2013.

Nous conservons la stratégie, mise en place depuis quelques mois, construite autour d'un socle composé d'actions et de dettes périphériques. Bien que les taux italiens 10 ans et espagnols aient fortement baissé, la marge d'appréciation reste significative. La pondération actions a été augmentée par l'achat d'actions émergentes. La part actions US et Euro reste inchangée pour le moment dans la perspective d'éléments favorables à court terme (fiscal cliff aux USA et flux en Europe), avant d'opérer des arbitrages au profit des actions émergentes dont le potentiel est

plus élevé compte tenu de la valorisation et des fondamentaux économiques.

Nous avons initié une position sur les obligations convertibles monde : le profil actuel convexe permettra de bénéficier de la hausse du marché actions.

Nous avons pris nos profits sur les obligations indexées inflation qui ont bénéficié des flux issus de l'augmentation du plafond du livret A et que nous jugeons désormais moins attractives compte tenu des faibles perspectives d'inflation.

Malgré le recul récent de l'or, nous conservons les positions qui devraient servir de protection en cas de retour du stress.

Compte tenu de nos anticipations sur les taux courts, nous saturons les positions en crédit au détriment du monétaire toujours pénalisant.

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.