

Regard sur les marchés

Nous anticipions, après un mois de janvier excellent sur tous les actifs risqués, le retour à davantage de volatilité et de discrimination boursière... Ce fut bel et bien le cas même si l'évolution mensuelle des diverses classes d'actifs illustre mal la **nervosité de certaines séances et le regain de risque spécifique**. Les bourses européennes terminent le mois en territoire légèrement négatif mais sans drame, hormis la bourse italienne qui se replie de 8 %. Les autres grands indices mondiaux clôturent le mois en ordre dispersé et sans grandes variations, à l'exception du Japon qui caracole en tête (+4 % sur le mois et +11 % YTD !). La sphère obligataire évolue logiquement face à ce retour d'un appétit plus limité pour le risque, les rendements gouvernementaux des États-Unis et de l'Allemagne se tassent respectivement de 15bp et 25bp, tandis que les dettes périphériques connaissent un nouvel accès de fièvre, l'Italie à 10 ans revient ainsi sur des niveaux de taux qui prévalaient début décembre 2012 (près de 5 %). Les **catalyseurs de cette phase de doute** étaient identifiables à priori, **risques politiques**, aléa **Banques Centrales** et incertitude sur la **résilience des entreprises**, ils se sont matérialisés en fin de mois de manière synchrone. **La réaction des marchés est à ce stade mesurée et cohérente, la question est désormais de savoir si la tendance favorable qui prévaut depuis plusieurs mois est remise en question ou pas ?**

Commençons par le **risque italien**, les élections aboutissent à un paysage politique fragmenté et à un État peu gouvernable, la Gauche de Bersani semble privilégier la récupération d'une majorité solide dans les deux chambres et la préparation de nouvelles élections, mais le **calendrier devrait s'étirer jusqu'à l'été et l'issue rester très incertaine**. Or, les marchés chercheront dans les semaines à venir des **gages de stabilité et de sérieux dans la tenue des finances publiques**, qui sont loin d'être acquis même si la trajectoire budgétaire récente de l'Italie est plutôt rassurante. Ils pourront en outre difficilement compter sur le recours à l'OMT dont la contrepartie serait une perte de souveraineté peu compatible

avec les messages issus du récent scrutin ! **Les semaines à venir devraient donc continuer à être volatiles.**

Aux États-Unis le bras de fer politique se termine dans une impasse et l'heure des **coupes budgétaires** a sonné. **85 Mds** de réductions automatiques des dépenses publiques vont ainsi entrer en vigueur, tandis que le Congrès devra voter le budget assurant la continuité du service de l'État. Le **handicap est significatif en termes de croissance** (le FMI l'estime à 0,50 % de PIB) mais il faut le remettre dans un **contexte économique nettement plus porteur qu'en Europe**. Il faut aussi souligner qu'après quelques doutes instillés par les minutes du FOMC de janvier, la FED par la voix de son Président a réaffirmé la pertinence de sa politique non conventionnelle face à la situation conjoncturelle. On le voit, **le soutien des Banques Centrales est crucial face au regain de tensions**, c'est patent également au Japon où la trajectoire boursière récente (actions et taux) doit beaucoup aux changements en cours à la BOJ.

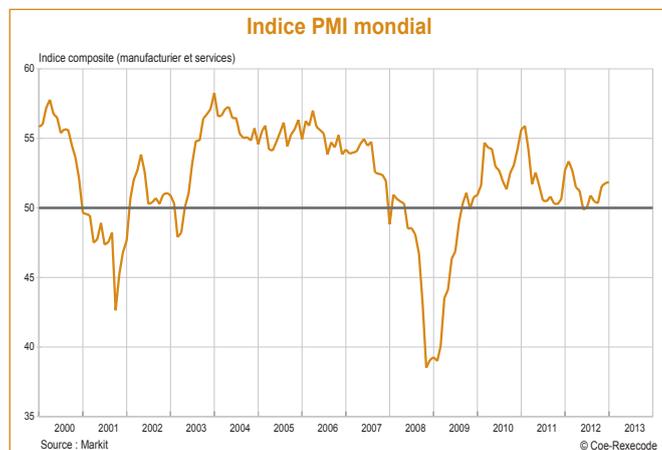
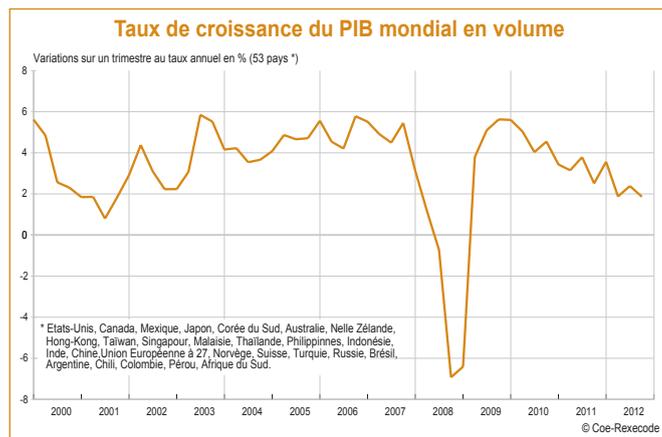
Enfin côté entreprises, la poursuite de la publication des résultats s'accompagne, chez les analystes, d'un nouvel ajustement marqué des perspectives bénéficiaires 2013 en repli de 5 % à 7 % depuis 3 mois, en Europe comme aux USA. **Les hypothèses de croissance 2013 sont ainsi devenues conservatrices**, plus rassurantes face aux aléas actuels et au renchérissement des bourses depuis 6 mois. Elles permettent potentiellement une revalorisation boursière si l'horizon se dégage, et ce sans nouvelle tension sur les multiples.

Les tenants et aboutissants de facteurs de tensions largement politiques sont impossibles à maîtriser, mais **il ne nous semble pas, à ce stade, que le risque systémique européen soit à nouveau imminent, ni que les fondamentaux économiques mondiaux soient remis en question. Si une plus grande prudence tactique est sage à court terme, nous conservons une vision constructive à moyen terme.**

Selon les premières estimations des comptes nationaux, le taux de croissance du PIB mondial en volume s'est un peu tassé au quatrième trimestre 2012, revenant à 1,9 % l'an après 2,4 % l'an au troisième trimestre. Le fort recul de l'activité en Europe (- 2,3 %) l'a emporté sur la ré-accélération de la Chine, alors que le taux de croissance des Etats-Unis se trouvait temporairement perturbé par plusieurs aléas simultanés largement non reproductibles (fortes baisses simultanées des dépenses militaires, des variations de stocks et des exportations). **Dans les pays émergents d'Asie et dans une moindre mesure d'Amérique latine, l'année commence sur une note positive.** Aux Etats-Unis, les commandes nouvelles de biens durables ont nettement augmenté depuis l'été dernier. Le redressement de l'activité industrielle est

confirmé par la remontée du taux d'utilisation des capacités de production manufacturière. Les indices des directeurs d'achat reflètent en outre une expansion modérée mais régulière dans les activités de service. L'investissement productif a rebondi au quatrième trimestre et les dépenses de constructions non résidentielles ont retrouvé une tendance croissante. Enfin, le secteur de l'immobilier amplifie sa reprise. La consolidation de la reprise américaine reste pour l'instant progressive mais elle se confirme de mois en mois. Les profits des sociétés mesurés par les comptes nationaux augmentent depuis deux ans sur une tendance de plus de 10 % l'an et les cours des actions reflètent cette amélioration. Les réductions de dépenses publiques, qui résultent de la règle automatique, et qui pourront toujours faire l'objet d'un accord, peuvent freiner le mouvement de reprise mais ne nous semblent pas de nature à le casser.

Le premier graphique montre que le taux de croissance trimestriel de l'économie mondiale qui était fortement remonté à la sortie de la récession se tasse régulièrement depuis. Il semble stabilisé depuis trois trimestres. Le graphique de l'indice PMI moyen mondial indique que l'opinion des directeurs d'achat est orientée positivement depuis l'automne dernier.



L'Europe en est à son cinquième trimestre de contraction et elle continue de s'enfoncer dans la récession. Les indices des directeurs d'achat européens suggèrent cependant que **le rythme du recul s'atténue avec toujours de grandes disparités entre pays.** Les enquêtes sur l'économie allemande sont bonnes. En revanche, pour la France, l'enquête mensuelle de la Banque de France reflète une nouvelle dégradation de l'activité économique au mois de janvier. Le taux d'utilisation des capacités de production diminue et la plupart des secteurs industriels réduisent leurs cadences de production. Si les commandes venant de l'étranger se maintiennent, les carnets de commandes domestiques se réduisent en revanche. L'activité se contracte aussi dans les activités de service, notamment dans les secteurs des services aux particuliers, et au total l'indice PMI de l'ensemble de l'économie est retombé à son point le plus bas depuis quatre ans. Les grandes entreprises bénéficient de l'expansion des marchés hors d'Europe mais dans les entreprises moyennes, les trésoreries se dégradent progressivement et les difficultés de paiement s'accroissent.

En résumé, **à court terme les tendances de l'économie mondiale restent dominées par une croissance modérée mais plutôt solide hors d'Europe et un espoir d'atterrissage de l'activité dans le courant 2013 en Europe**, sous réserve toutefois que le risque politique italien n'entraîne pas une nouvelle agitation financière durable au sein de la zone euro.

Perspectives économiques

Les perspectives que viennent de publier les services de la Commission Européenne s'inscrivent dans la ligne du scénario de référence présenté dans nos lettres précédentes. La croissance chinoise se maintiendrait sur une tendance de l'ordre de 8 % l'an en 2013 et en 2014. Les Etats-Unis retrouveraient en 2014 un taux d'expansion de 2,5 à 3 % l'an. Dans ce contexte mondial modérément dynamique et qui est actuellement plutôt en accélération, la récession européenne pourrait se terminer à la mi-2013. Au-delà, **le sentiment général est que le retour de l'expansion sera très lent et cahotique en Europe.**

La diminution du risque sur les marchés de la dette publique dans la zone euro au deuxième semestre 2012 a certes constitué un facteur positif. Celui-ci s'avère toutefois insuffisant pour relancer la demande intérieure très bridée à court terme par les resserrements des budgets publics et par les efforts des entreprises pour réduire leurs coûts. L'espoir est que les réductions de coût permettront une reconstitution des marges et une stabilisation de l'activité, puis une reprise de l'investissement. Il convient cependant d'être conscient des délais que nécessitent de tels ajustements. **Pour que le rythme d'accumulation du capital se remette en phase avec une croissance par ailleurs sans moteur, il faudrait une baisse significative de l'investissement ou une accélération des déclassements de capital productif.** Il n'est pas assuré que l'ajustement soit réalisé même en 2014. Par ailleurs, si le retour d'une certaine instabilité européenne nous semblait inévitable en 2013 (nos lettres précédentes), nous n'attendions pas qu'elle se matérialise aussi rapidement.

Les politiques monétaires restent dans l'ensemble inchangées. Les achats massifs de titres publics par la Réserve Fédérale ont ramené les taux d'intérêt à long terme au-dessous de la croissance nominale du PIB. Le Président de la Fed, M. Bernanke, a raison de souligner que cette situation facilite le refinancement de la dette publique et a des effets positifs sur le désendettement et la demande de logement. Mais le débat a rebondi au sein du FOMC sur les risques d'effets néfastes à long terme tels qu'une accélération de l'inflation et des hausses excessives des prix des actifs financiers. La question de la sortie de ces politiques se pose donc et se posera de plus en plus. **La crainte est qu'une remontée des taux d'intérêt ne conduise à une sur-réaction des détenteurs d'obligations.** Ce risque nous semble pour l'instant éloigné mais il commence à s'installer dans l'esprit des investisseurs.

Dans la zone euro, la BCE est désarmée face au risque politique italien. Les marchés ont réagi assez brutalement aux résultats des élections et les taux d'intérêt de la dette publique se sont tendus y compris sur les échéances courtes. Le gouvernement Monti a mis en œuvre des réformes structurelles (âge de la retraite, marché du travail) qui resteront acquises mais qui n'auront pas d'effet immédiat. **L'équilibre commercial extérieur italien n'est dû qu'à la récession, la compétitivité ne s'améliore en revanche pas.** Enfin, le niveau de la dette publique (127 % du PIB) et l'écart, qui subsiste et augmente désormais, entre charge de la dette et PIB nominal exigeraient de nouvelles augmentations de l'excédent primaire, ne serait-ce que pour stabiliser le poids de la dette.

Scénario de référence pour 2013-2014

		2013	2014
Taux de croissance*	États-Unis	2,00	3,00
	Zone euro	- 0,50	0,20
Taux d'inflation*	États-Unis	1,70	2,00
	Zone euro	1,80	1,70
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	1
	BCE	0,50	0,50
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,50	3
	OAT	2,30	2,50

Notre scénario central privilégie une accélération de la croissance américaine en 2014, et en Europe la fin de la récession en 2013 mais une très faible amélioration en 2014. L'inflation resterait basse et les taux d'intérêt se maintiendraient à un niveau bas, ce qui n'exclut pas une normalisation des taux longs américains. Un scénario adverse serait celui d'une remontée plus brutale des taux américains, la contrepartie serait alors une baisse marquée de l'euro.

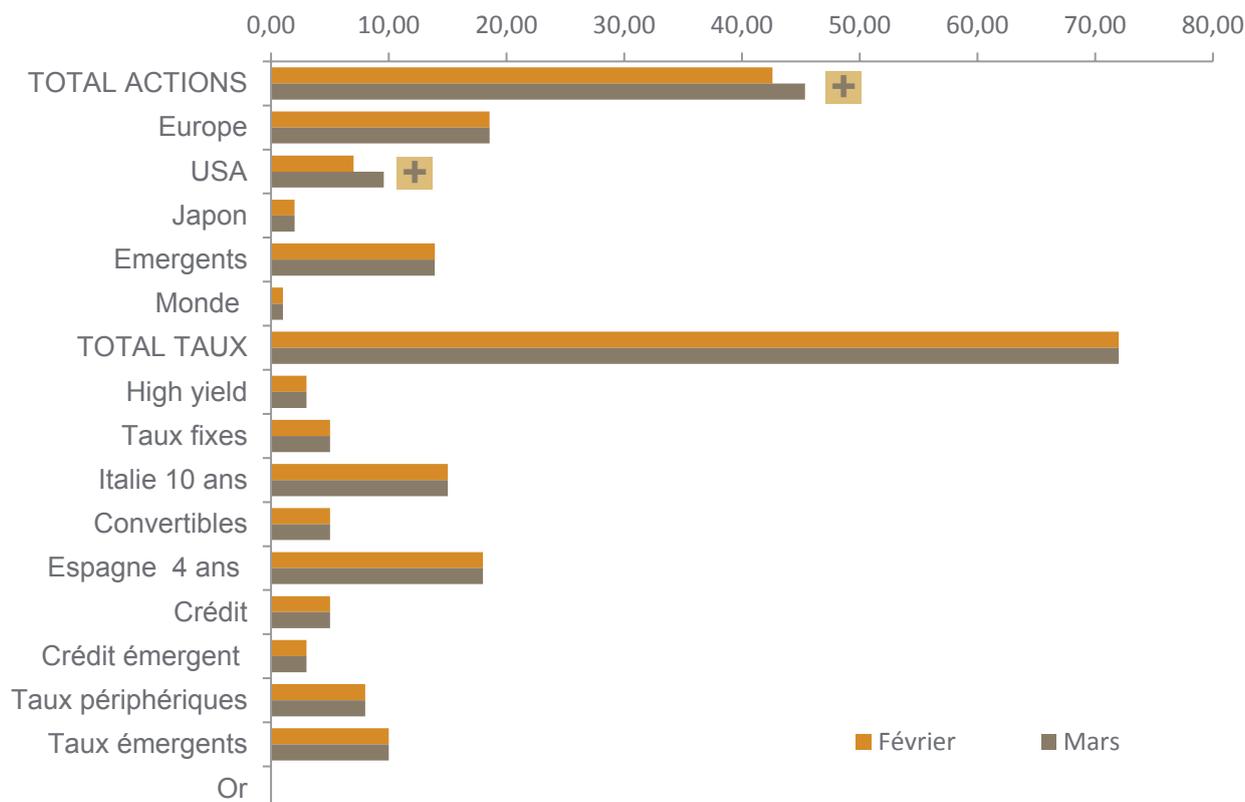
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Vox Populi

Nous avons abordé l'élection italienne avec une vision constructive. L'absence de majorité claire a brisé la dynamique haussière des marchés et les incertitudes qui en découlent ont accru le manque de visibilité à court terme. L'impact s'est principalement fait ressentir sur les obligations périphériques et les actions européennes.

Notre allocation est restée relativement stable en février, tout comme le budget de risque. La réaction des marchés a été mesurée et notre diversification s'est avérée judicieuse. Nous avons renforcé les actions américaines qui, compte tenu des bonnes nouvelles macroéconomiques dans cette zone, doivent représenter une part structurelle de nos allocations actions.

Nous avons conservé les dettes Italiennes et espagnoles consi-

dérant leur potentiel d'appréciation intact, leurs dégradations récentes offrent une opportunité de rendement inespéré dans un environnement de taux toujours très bas. Le niveau des 5 % sur le 10 ans italien devrait constituer une forte zone de résistance. Nous préférons toujours les obligations High Yield, très résistantes dans ce contexte à nouveau stressé, et restons à l'écart du Crédit Investment Grade dont le rendement absolu reste faible et mal protégé du risque de correction obligataire. Nous restons toujours positifs à moyen terme sur le potentiel d'appréciation de notre portefeuille, mais conscients que la volatilité devrait rester plus élevée sur les marchés européens. Nous devrions en conséquence être amenés à poursuivre nos arbitrages en faveur du marché américain.

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. Le Groupe La Française ne saurait être tenu 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 du Groupe La Française.