

Regard sur les marchés

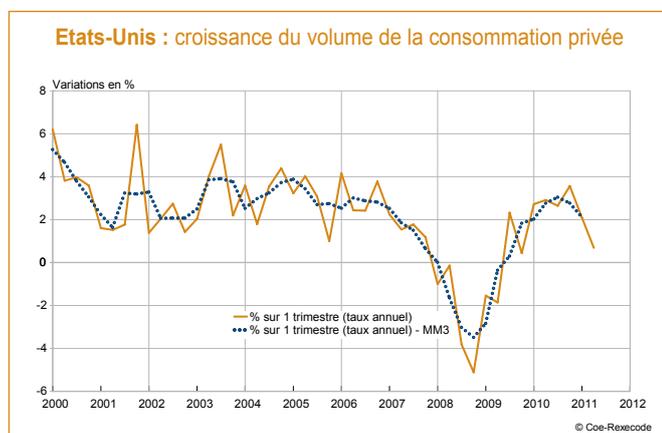
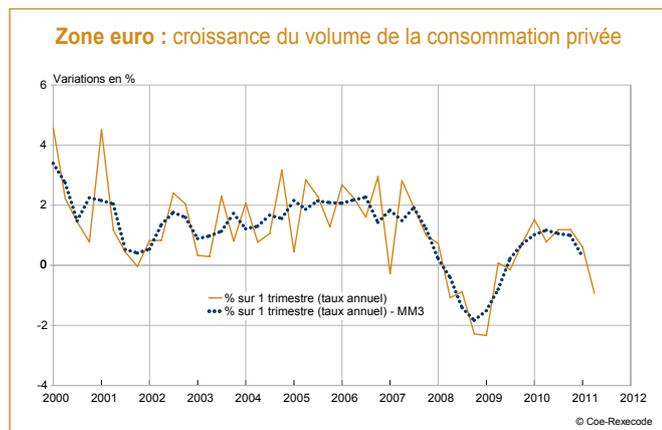
Contrairement à la statistique historique, octobre 2011 marque un **fort rebond des classes d'actifs** risquées avec toujours de nettes disparités géographiques. Les indices américain et chinois reprennent ainsi près de 15 % tandis que l'Europe rebondit de 10 %, le pétrole de 15 % avec l'ensemble des matières premières qui suit cette tendance plus modérément. Il y a toutefois **une exception notable à cette embellie, celle des dettes périphériques** qui n'enregistrent sur la période aucune amélioration, ni même une phase de soulagement... La dette italienne à 10 ans voit ainsi passer son rendement de 5,50 % à 6,15 % en un mois et l'écart de taux à 10 ans France/Allemagne se tend de 30 bp pour dépasser 100 bp. Les catalyseurs qui animent les marchés cet automne agissent donc avec un impact très différent, sur les bourses d'une part et sur les marchés de dettes publiques d'autre part, ce qui nous laisse penser que les marchés intègrent avec une certaine circonspection les nouvelles de ce dernier mois.

- La vraie **bonne surprise** des semaines passées vient à notre sens des **États-Unis** où l'on observe un rebond de la croissance sur Q3, stimulée par la consommation des ménages et l'investissement des entreprises tandis que les exportations restent robustes. C'est donc un rebond encourageant, même si la tendance pour Q4 est à la décélération. Les indicateurs avancés de type ISM sont en effet mitigés, mais les résultats du 3^e trimestre invalident les pires craintes qui prévalaient dans les marchés cet été et sont en outre confortés par les données économiques d'octobre, y compris sur l'emploi qui résiste.
- De même, côté Chine où l'adage qui prétend que le pire n'est jamais certain, s'avère. Certes l'activité se modère mais avec un PIB en croissance de près de 9 % sur Q3, niveau plus qu'honorable.
- En Europe en revanche, aucune surprise économique favorable ! La menace de récession plane sur toute la zone, avec une dégradation marquée des enquêtes de conjoncture type PMI, y compris en Allemagne. C'est bien sûr cette menace qui explique le choix très pragmatique de Mario Draghi d'abaisser le taux REFI de 25 bp dès sa prise de fonctions à la tête de la BCE.
- Cette décision toute récente est venue s'ajouter à l'annonce du **plan anti-crise européen**, soulageant au final des marchés éprouvés par les négociations politiques préparatoires visiblement ardues ! Les opérateurs attendaient des **décisions claires sur 3 axes** et n'ont, à ce titre, pas été déçus. Les créanciers privés de la Grèce acceptent en effet de renoncer à 50 % de leurs créances. En corollaire les fonds propres des banques sont renforcés via un ratio "core tier one" de 9 % pour absorber ces pertes, auquel s'ajoute un coussin de sécurité pour faire face à la dégradation du contexte. L'enveloppe globale des recapitalisations indispensables voisine de 100Mds€ semble une cible atteignable sans appel massif aux États ou fonds de soutien. Enfin, les capacités du FESF sont décuplées au travers de deux mécanismes complémentaires qui visent à lui faire jouer un rôle d'absorbeur d'éventuelles pertes sur les dettes périphériques. Le FESF pourra ainsi être rehausseur de crédit pour certaines futures émissions avec garantie partielle à l'émission. Il pourra également investir aux côtés d'investisseurs privés dans un SPV, lui-même acquéreur de dettes souveraines et émetteur en contrepartie des titres de séniorité diverses, dont le FESF acquerrait les tranches les plus juniors. On peut se féliciter de l'élargissement de la force de frappe du fonds de soutien qui se voit ainsi multipliée par 4 ou 5, levier indispensable face au défi de la contagion aux poids lourds d'Europe du sud. Le montage apparaît néanmoins bien complexe, il rappelle, de par sa structure, les mauvaises heures des CDO et autres montages pernicieux, et **le diable sera dans les détails de sa mise en œuvre...** c'est ce qui explique à notre sens **le scepticisme des marchés de dettes périphériques** qui n'ont pas salué la mise en place de ce pare-feu, au contraire **des bourses rassurées par les nouvelles économiques hors d'Europe**. **Cet environnement au global plutôt meilleur, assorti de perspectives encore très incertaines surtout dans la zone euro, nous conduit à réinjecter un peu de risque dans nos portefeuilles, en privilégiant actions et crédit, de préférence hors d'Europe** comme nous le détaillons en dernière page.

Les indicateurs économiques quantitatifs (tels que les indices de production ou de commandes) reflètent dans l'ensemble du monde un tassement de l'activité, mais ils continuent en règle générale d'augmenter. En revanche, les indices qualitatifs tirés des enquêtes d'opinion auprès des chefs d'entreprises et des ménages ont fortement reculé. **Cette configuration est assez caractéristique des moments de retournement conjoncturel** mais elle ne donne pas d'indication précise sur l'ampleur et la durée du tassement d'activité, au demeurant assez différents selon les régions du monde.

Dans la zone euro, la production industrielle globale est toujours en progression, à un rythme qui s'est il est vrai très nettement affaibli. La baisse simultanée et brutale des indices de confiance des ménages et du climat des affaires dans le commerce de détail témoignent d'un comportement devenu plus restrictif des consommateurs. Quant aux indicateurs du climat des affaires (indices qualitatifs), ils reculent fortement depuis le début du printemps et sont même passés en zone négative. Les indices des directeurs d'achat (indices PMI) sont tombés à 47 dans l'industrie comme dans les services en septembre. Un seul indice au-dessous de 50 ne suffit pas à affirmer une entrée en récession, mais **il paraît désormais probable que le taux de croissance de la zone euro sera négatif au troisième trimestre** d'autant plus que les conditions de crédit se resserrent.

Les graphiques montrent le taux d'accroissement trimestriel de la consommation aux Etats-Unis et en Europe.



Aux Etats-Unis, la conjoncture résiste beaucoup mieux qu'en Europe. L'indice des directeurs d'achat industriels (ISM) s'est approché du seuil de 50 puis a légèrement rebondi. L'indice ISM des activités de services est en nette remontée à 57 points. Les créations d'emplois du secteur privé se maintiennent au rythme de 50 à 100 000 nouveaux postes par an. Cela ne suffit pas pour faire baisser le chômage, ce qui explique la forte chute des indices de confiance des ménages. Cependant la baisse du taux d'épargne soutient les dépenses des ménages et **la croissance américaine tendrait même à s'accélérer**. Selon les comptes trimestriels américains le taux de croissance du PIB a été de 0,4% au premier trimestre 2011, de 1,3 % au second et de 2,5 % au troisième (première estimation).

Les pays émergents n'échappent pas au ralentissement, y compris les producteurs de produits de base comme le Brésil où la production industrielle se replie depuis le début de l'année ou bien la Russie où elle plafonne. La croissance chinoise est un peu moins vigoureuse mais reste très soutenue. Les autres pays d'Asie émergente enregistrent un net ralentissement largement dû au recul des exportations. **Les pays du sud-est asiatique subissent à la fois la baisse de la demande des pays développés et la redistribution des parts de marché de la zone en faveur de la Chine.**

Perspectives économiques

L'hypothèque d'un défaut européen incontrôlé continue de peser sur les comportements. Alors que l'on pouvait croire la menace repoussée lors du Conseil européen du 26 octobre l'horizon s'est obscurci de nouveau après le coup de théâtre du projet de referendum grec. L'abandon du projet sous sa forme initiale est favorable mais la persistance de la confusion fait que **l'inquiétude sur les perspectives européennes reste très forte et s'est déplacée vers l'Italie**. La forte inflexion de croissance amorcée dans le monde au début de l'année et brutalement accentuée au cours de l'été en Europe conduira, quoi qu'il arrive, à un taux de croissance annuel moyen modeste pour 2012. La question principale est maintenant celle du profil conjoncturel de la fin 2011 et de l'année 2012. Deux scénarios sont a priori envisageables.

Le premier scénario est celui d'un enchaînement récessif qui partant de l'Europe toucherait une grande partie du monde. On rappelle à ce propos que l'Union Européenne est la première puissance économique mondiale. La région la plus exposée à une récession européenne serait l'Asie, notamment la Chine, où le transfert de la demande finale depuis l'exportation et l'investissement vers la consommation intérieure ne s'amorce que lentement. Le gouvernement chinois sait qu'il ne dispose pas des mêmes marges de relance qu'en 2009. Un recul des importations des pays développés menacerait sa croissance alors que l'inflation reste encore élevée. La hausse des prix alimentaires, qui est le facteur d'inflation principal, est en partie due à l'augmentation de la consommation, en partie aux restrictions d'offre et aux événements climatiques. Dans

les pays émergents les autorités semblent toujours privilégier la stabilisation des prix mais un cycle de baisse des taux directeurs est déjà engagé dans plusieurs pays (Brésil, Turquie, Indonésie) et parmi les pays développés, l'Australie et la zone euro.

Le second scénario serait celui d'un simple arrêt temporaire de la croissance européenne résultant de la crise financière de l'été et de la nécessité de rétablir les finances publiques. Ce scénario suppose que les effets négatifs précédents seraient rapidement contrebalancés par l'entraînement de l'environnement international et le recul des prix des produits de base. Nous estimons que le scénario le plus probable est encore le second scénario, que l'on peut illustrer par des taux de croissance moyens annuels de l'ordre de 1 % pour l'Europe, de l'ordre de 2,5 % pour les Etats-Unis et de 3 % pour la croissance mondiale. Plusieurs raisons vont dans ce sens. La croissance américaine est modérée mais persistante. L'expansion est moins forte mais reste soutenue en Asie. Quant à l'Europe, s'il est vrai qu'à très court terme, l'effet des prélèvements publics est négatif, **le retour rapide à des finances publiques soutenables lèverait le principal obstacle à une reprise saine**. Compte tenu de la vitesse d'entrée faible dans l'année 2012, les taux de croissance mentionnés ci-dessus impliquent une ré-accelération de l'activité dans le courant 2012. Nous maintenons comme scénario de référence cette dernière perspective mais nous sommes conscients de ce que l'interminable imbroglio européen pourrait nous conduire à des ruptures imprévisibles majeures.

Scénario de référence 2011 et 2012

		2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,7	2,5
	Zone euro	1,6	1,1
Taux d'inflation*	Etats-Unis	3,0	2,5
	Zone euro	2,2	2,0
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	1,00	1,00
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,00	3,00
	OAT	3,00	3,50

Nous privilégions le scénario d'un ralentissement marqué mais temporaire illustré par le tableau ci-contre. L'inflation actuelle qui s'explique dans les pays émergents par la poussée des prix alimentaires et dans les pays développés par la stagnation des gains de productivité reculerait en 2012. Les taux d'intérêt resteraient bas mais reviendraient vers la normale.

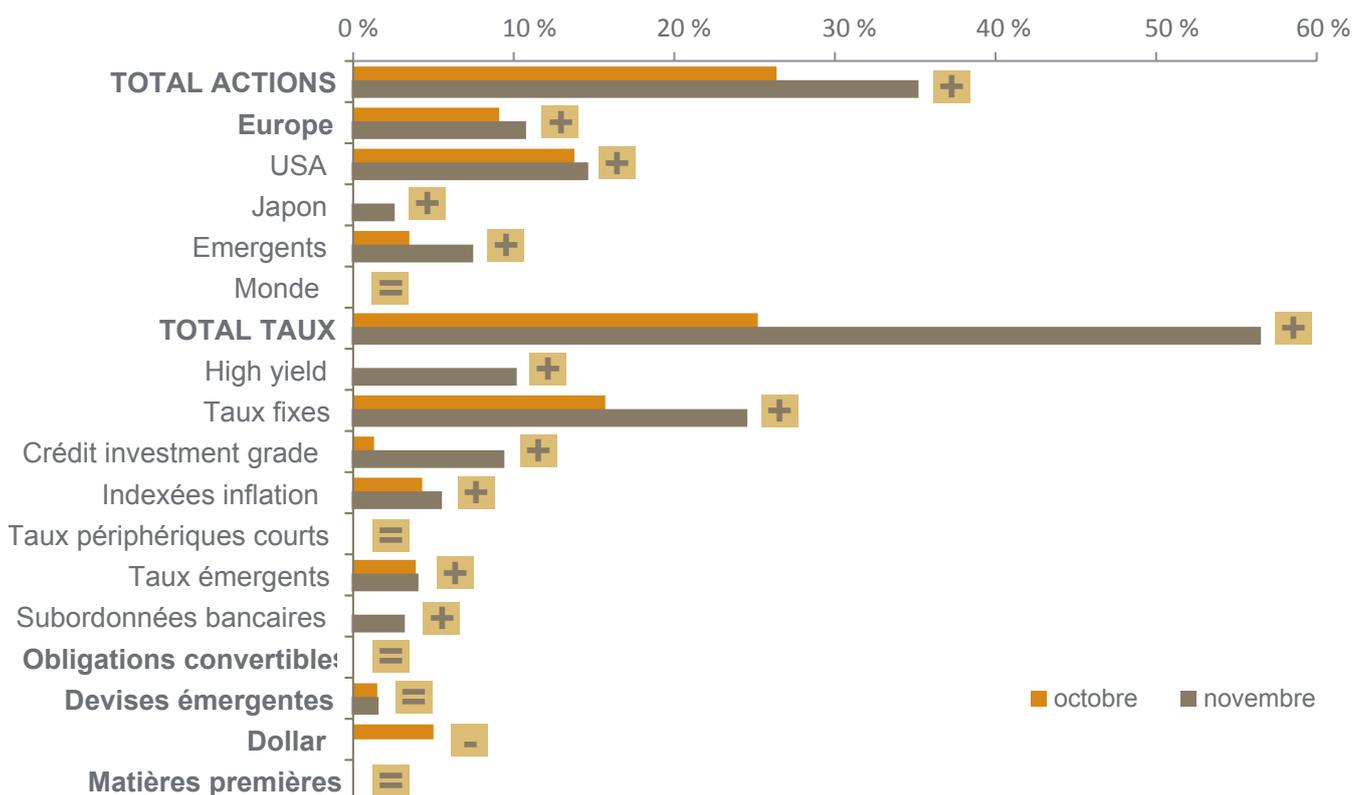
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Un calme relatif dans la tempête

Des indicateurs économiques plus rassurants et la volonté mieux affirmée des politiques de prendre en main le problème des dettes souveraines, ont permis aux marchés de retrouver un peu d'appétit pour le risque.

Nous avons participé à ce mouvement et accru la part d'actifs risqués dans le portefeuille.

Sur les actions nous avons augmenté de 10 % notre exposition. Les Etats-Unis restent notre principal pari mais nous avons renforcé légèrement l'Europe et surtout diversifié nos investissements, en initiant une position sur le Japon et en augmentant la pondération des émergents. En effet, nous estimons que les économies émergentes, sans pour autant être immunisées face aux problèmes du monde développé, sont mieux armées pour continuer sur le chemin de la croissance grâce à des bilans plus

sains et un potentiel de consommation plus élevé. En Europe c'est l'ajustement important des perspectives bénéficiaires pour 2012 qui nous laisse penser qu'une large part des mauvaises nouvelles est aujourd'hui intégrée.

Parallèlement, nous avons renforcé notre position sur les taux en achetant des taux core européens (hors périphériques), et la sensibilité moyenne du portefeuille a donc été augmentée ce qui module le risque global du portefeuille.

Confiants dans la solidité des entreprises non financières, nous avons enfin renforcé nos positions sur le High Yield, à hauteur de 10 %.

Les marchés sont toujours soumis à de fortes variations et même si nous voulons profiter de valorisations attractives nous gardons un biais défensif et une grande mobilité dans nos allocations.

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.