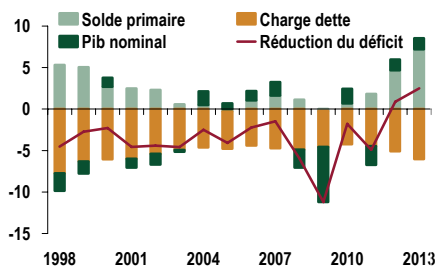


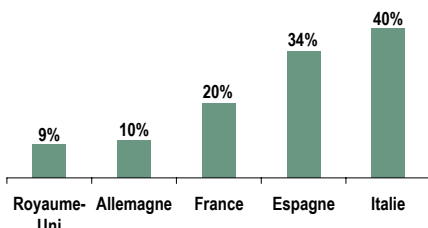
Europe : alors que la situation semblait s'améliorer, S&P dégrade la note de plusieurs Etats européens

Le retour de la croissance et les effets de l'austérité budgétaire devraient permettre à l'Italie de faire face à ses engagements dès 2012 (en % du PIB)



Europe : les investisseurs font davantage confiance au Royaume-Uni qu'à l'Allemagne

Evolution des taux de défaut implicites* calculés à partir des CDS** (en %)

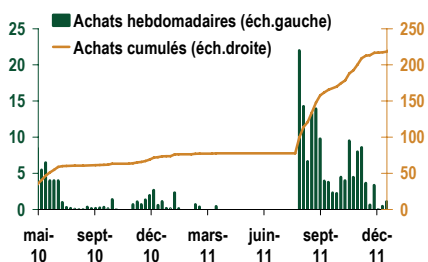


* Avec un taux de récupération de 50%, identique à la décote volontaire imposée au secteur privé dans le cas grec

** Un CDS (Credit Default Swap) est une assurance que paie un investisseur pour se prémunir d'un risque de défaut

Zone Euro : la BCE peine à ramener la sérénité sur les marchés

Achats hebdomadaires de dettes publiques, en milliards d'euros



Focus

- La crise de la dette souveraine, qui semblait jusque là cantonnée aux pays périphériques (Portugal, Irlande, Grèce et Espagne), s'est propagée et a contaminé certains pays du cœur de la zone Euro. L'agence de notation de crédit Standard & Poor's a ainsi dégradé 9 pays européens. La France et l'Autriche, qui perdent leur note AAA, figurent en première position. La situation du Portugal, dont la note passe en « high yield », est aussi délicate. L'Italie, qui subit une baisse de deux crans, a rejoint l'Irlande avec une note de BBB+.
- Cette décision de S&P, largement anticipée au niveau des marchés financiers, peut-être justifiée par plusieurs facteurs.
 - Tout d'abord, en dépit de l'amélioration récente des indicateurs avancés européens (PMI, Ifo, Zew, etc.), les enquêtes laissent toujours augurer de l'imminence d'une nouvelle récession dans la zone Euro.
 - Ensuite, même si des évolutions, comme l'abandon de la règle de l'unanimité ou l'adoption d'un nouveau Pacte de stabilité plus strict, se profilent, de nombreuses incertitudes demeurent, notamment concernant les modalités de financement des plans de sauvetage (Grèce, Portugal, Irlande).
 - Enfin, les plans d'austérité freinent la croissance. Cela est accentué par leur mise en œuvre synchronisée.
- Concernant le cas de la France, cette dégradation de la note de la France est une perspective identifiée depuis longtemps et actée par le marché par un différentiel croissant des taux français avec ceux de l'Allemagne. Par rapport aux autres pays notés AAA de la zone Euro, la France présente une situation moins bonne (déficit public, balance courante, dette/PIB, chômage). Le solde primaire des finances publiques est très négatif et nécessite un ajustement conséquent, ce qui n'est pas facile en période électorale.
- Sur les marchés financiers, la dégradation des notations souveraines de plusieurs pays de la zone Euro a semblé être très largement anticipée. Les indices ont clôturé la semaine en hausse. Au niveau global, l'indice MSCI Monde s'est ainsi adjugé 0,8%. Le CAC 40 n'a pas semblé atteint par les rumeurs de décote de la note de crédit de la France. L'indice a fini en hausse de 1,9% sur la semaine, ce qui porte sa progression à 1,2% depuis le début de l'année 2012.
- Au niveau sectoriel, assez paradoxalement, les valeurs financières ont été très recherchées. Sur l'indice DJ Stoxx, les secteurs des assurances et des banques ont progressé respectivement de 4,4% et 4,2% sur la semaine. Il semble que les investisseurs aient voulu se repositionner sur des valeurs très massacrées. Cette hausse des valeurs financières se reproduira-t-elle ? A l'heure actuelle, les facteurs militant pour une baisse sont plus nombreux. En effet, la baisse de notation de la France rend plus complexe la mise en place d'outils de compensation du risque souverain, et donc du risque bancaire, comme le FESF dont la notation sera également impactée. L'implication de la Banque centrale européenne (BCE) va être plus nécessaire que jamais.
- Or, la BCE a clairement fait comprendre aux investisseurs qu'elle préférerait ne pas acheter massivement de titres de dettes. Elle se contente pour le moment d'assurer la liquidité au niveau des banques. Par ailleurs, sur la scène des changes, le discours de la BCE et les conséquences de la dégradation de Standard & Poor's ont eu pour effet de provoquer une forte glissade de l'euro. Sur la seule journée du vendredi 13 janvier, la devise européenne s'est dépréciée de plus de 1,4%, ce qui a porté son recul à 2,2% en 2012. Cette baisse de l'euro devrait apporter une bouffée d'oxygène à plusieurs pays.

Perspectives économiques et financières

- **Etats-Unis** – La Fed devrait regarder avec beaucoup d'attention le nouveau Rapport sur l'inflation en décembre. Une baisse des prix conforterait l'Institution monétaire américaine dans sa volonté de mettre en place un nouvel assouplissement quantitatif.
- **Zone Euro** – Quelles seront les conséquences de la dégradation de la France sur les mécanismes d'aide ?

Etats-Unis

La consommation des ménages pèse pour près de 71% dans la création de richesse aux Etats-Unis. Or, depuis quelques mois, les fondamentaux du consommateur n'ont cessé de s'améliorer, ce qui a repoussé les scénarii d'une nouvelle contraction de l'activité en 2012.

En effet, après plusieurs mois de contraction - d'août 2008 à septembre 2010 - les crédits à la consommation ont enregistré leur quatrième mois de hausse consécutive. En novembre, les crédits à la consommation ont progressé de 20,4 milliards de dollars, soit la plus forte hausse depuis novembre 2001. Cette embellie provient des prêts accordés par l'Etat fédéral aux étudiants et aux crédits *revolving* accordés par les banques.

En même temps que les banques augmentent leur concours aux consommateurs, ces derniers voient leur effet richesse s'améliorer avec l'évolution du prix de leur maison. En glissement annuel, compte tenu d'effets de base positifs, l'indice Case/Schiller est passé de -4,4% en mai 2011 à -3,4% en octobre 2011. Le prochain *quantitative easing* de la Fed, qui sera axé sur le rachat de titres hypothécaires, pourrait aider le secteur à sortir du marasme.

D'autre part, la situation de l'emploi ne cesse de s'améliorer, ce qui se traduit par une hausse du moral des ménages. L'indice de l'Université du Michigan a ainsi réalisé sa cinquième hausse de suite, passant de 69,9 en décembre à 74 points en janvier. Cette bonne orientation de l'humeur des consommateurs est intéressante, surtout après les périodes de fête de fin d'année.

Alors qu'on aurait pu s'attendre à une forte

hausse des ventes au détail en décembre sur la base de cette amélioration du moral des ménages, les achats des consommateurs n'ont progressé que de 0,1% en glissement mensuel (GM) en décembre après une progression moyenne de 0,54% de juin à novembre 2011.

Pour le quatrième mois de suite, les ventes d'automobiles sont ressorties en forte hausse (+1,50% GM). Hors automobiles, l'évolution des ventes au détail n'aurait été que de -0,2%. Les ventes des stations-services ont reculé de 1,6% en glissement mensuel (GM) et les ventes de produits électroniques ont chuté de 3,9% GM.

En dépit de cette déception sur les ventes au détail en décembre, la consommation devrait progresser d'environ 2,3% au quatrième trimestre 2011.

Cependant, cette bonne performance de la consommation devrait être contrebalancée par la déception du commerce extérieur. La balance commerciale s'est une nouvelle fois détériorée, passant de -43,3 à -47,8 milliards entre octobre et novembre 2011. Cette détérioration est principalement due à la forte progression des importations (+1,3% GM en novembre lié à la hausse du pétrole). Dans ces conditions, il est fort à craindre que la contribution des du solde externe à la progression du PIB soit négative au quatrième trimestre.

Une croissance de 3,1% en rythme annualisé est attendue pour le quatrième trimestre par le Consensus. Nous tablons sur une progression de 2,5%.

Zone Euro

L'euro subit une correction importante depuis le début de l'année 2012 (-2,40% en dix séances, dont -1,4% pour la seule journée du vendredi 13 janvier). Un tel

chahut, élevé sur la scène des changes, peut-être expliqué par plusieurs facteurs. Tout d'abord, en dépit du retournement de plus en plus marqué des indicateurs avancés (PMI, Ifo, Zew, etc.), les enquêtes laissent toujours craindre l'arrivée d'une nouvelle récession dans la zone Euro.

Ensuite, malgré de nombreux sommets, les dirigeants ne sont pas parvenus à trouver dans l'urgence de solutions aux nombreuses incertitudes actuelles des marchés financiers. Bien que des mesures d'austérité synchronisées aient été prises partout dans la zone Euro sur plusieurs années, le ratio dette/ PIB reste encore proche de ses plus hauts historiques. C'est sans doute sur cette base que l'agence de notation de crédit Standard & Poor's a décidé d'abaisser la notation de crédit de plusieurs pays de la zone Euro, dont la France.

Enfin, la Banque centrale européenne évite pour le moment d'intervenir massivement dans l'achat de titres de dettes souveraines. Tant que l'Institution monétaire européenne ne rentrera pas dans la bataille, les tensions sur les dettes souveraines dans la zone Euro devraient demeurer.

L'euro devrait dans ces conditions rester sous pression. Nous pensons que cette baisse de l'euro est une chance pour la zone car elle devrait lui permettre, de sortir rapidement de la récession. Cette baisse favorisera grandement les exportations de la zone.

Il faudra tout de même rester vigilant vis-à-vis de l'Europe de l'Est qui va très mal. La Hongrie continue d'émettre des signaux extrêmement défavorables. Au bord de la faillite, le pays devrait faire appel à l'aide du FMI et de l'UE.

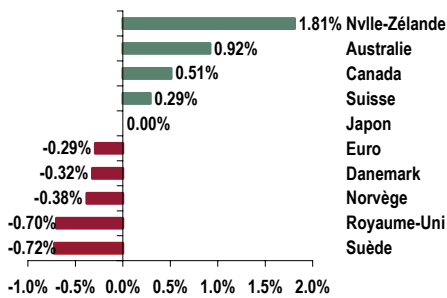
13/01/12	Niveau	Variation hebdo	Var. 1 mois glissant	Début 2012	Variation 2011
CRB	482.7	0.4%	0.6%	0.1%	-7.4%
Pétrole (brent)	110.9	-1.9%	1.8%	3.1%	14.1%
Gold spot	1 639.0	1.3%	0.5%	4.8%	10.1%
MSCI World	1 201.1	0.8%	3.6%	1.6%	-7.6%
S&P 500	1 289.1	0.9%	5.2%	2.5%	0.0%
Nasdaq	2 710.7	1.4%	5.1%	4.1%	-1.8%
DJ Eurostoxx 600	229.2	1.7%	4.4%	1.5%	-17.7%
DJ Stoxx 50	2 338.0	1.7%	3.4%	0.9%	-17.1%
CAC 40	3 196.5	1.9%	3.8%	1.2%	-17.0%
Nikkei	8 500.0	1.3%	-0.6%	0.5%	-4.6%
3 mois Etats-Unis	0.0203	2	2	1	-11
2 ans Etats-Unis	0.22	-3	-1	-2	-35
10 ans Etats-Unis	1.86	-9	-10	-1	-142
Swap spread 10 ans US	14.8	1	0	-200	825
Eonia	0.385	3	-63	-24	-19
3 mois Allemagne	1.23	-6	-20	-13	35
2 ans Allemagne	0.15	-1	-12	1	-72
10 ans Allemagne	1.77	-9	-26	-6	-113
Swap spread 10 ans All.	46.0	-7	-4	-10	1917
Euro / dollar	1.2680	-0.3%	-2.7%	-2.2%	-3.2%
Dollar / yen	77.0	0.0%	-1.3%	0.1%	-5.2%

Sources : Bloomberg et calculs Ecofi Investissements

Taux – change - actions

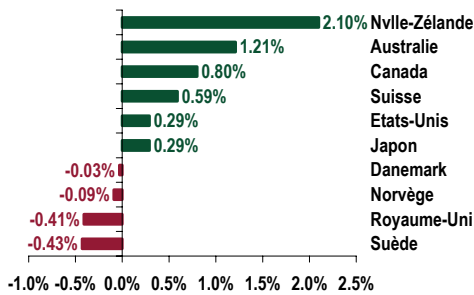
Variation du dollar américain

Evolution des principales devises du G10 contre dollar sur la semaine



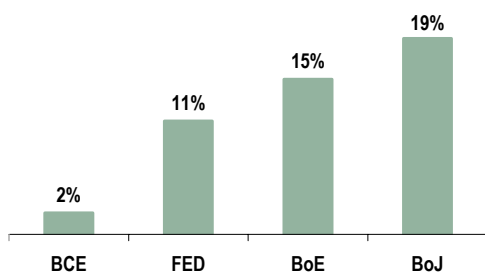
Variation de l'euro

Evolution des principales devises du G10 contre euro sur la semaine



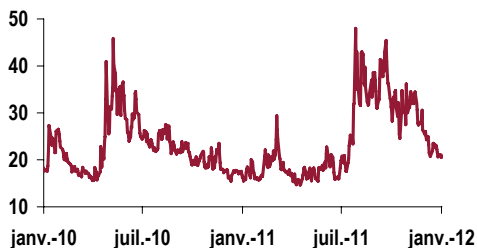
La BCE reste très en retrait dans les achats de dettes

Dettes détenues par la Banque centrale (en % du total)



Assez paradoxalement, la volatilité est en recul

Evolution de la volatilité (en %)



Ecofi Investissements

SGP agréée par l'AMF sous le numéro GP97004
48 rue Notre-Dame des Victoires - 75002 Paris
Site internet : www.ecofi.fr
E-mail : contact@ecofi.fr
Tél. : 01 44 88 39 00 - Télécopie : 01 44 88 39 39

Change

- La baisse de l'aversion pour le risque a été défavorable au dollar en début de semaine. Le dollar a affiché des signaux de faiblesse pendant toute la semaine jusqu'à ce que les rumeurs d'une dégradation de la note souveraine de plusieurs Etats de la zone Euro apparaissent sur les marchés. Dès lors, la devise américaine a été très recherchée suite au retour des inquiétudes.
- L'euro, qui avait flirté avec la barre de 1,30 dollar suite aux succès des émissions obligataires de l'Espagne et de l'Italie, a très rapidement été délaissé par les investisseurs. La devise européenne est descendue à 1,2680, soit un plus bas depuis septembre 2010.
- Les investisseurs ont recherché des matières premières précieuses. La platine et l'argent se sont ainsi adjugés respectivement 6,28% et 3,41% sur la semaine.
- La Syrie, qui subit de graves troubles sociaux, a vu sa livre dévisser. Sur la semaine, le recul est de 5,82% contre le dollar.

Taux

- Le retour de l'aversion pour le risque a entraîné une « fuite vers la qualité » pour les emprunts des Etats jugés comme étant les plus solides. Sur une échéance de 10 ans, les investisseurs sont désormais prêts à accepter une rémunération de 1,86%, soit une baisse de 10 centimes par rapport à la semaine précédente.
- En Europe aussi, la forte aversion pour le risque a poussé les investisseurs vers les taux d'Etats. En Allemagne, le rendement du taux à 10 ans a cédé 26 centimes sur la semaine pour finir à 1,77%.
- C'est bien la crainte d'éclatement de la zone Euro qui est le risque sous-jacent à la crise financière actuelle. Il y a donc un intérêt à profiter de l'élargissement entre les taux français et ceux des pays AAA pour se repositionner en vendant les titres des autres pays européens ou d'entreprises de rendement moindre.
- La baisse de notation de la France semble refléter les fondamentaux. La France va devoir donner des gages de bonne volonté sur l'ajustement des finances publiques. Les entités implicitement garanties (Unedic, Société de financement de l'économie française, Réseau ferré de France, SNCF, RATP, Oseo, Cades, Agence Française de Développement, Caisse des Dépôts et Consignations...) seront également touchées.
- Notre conviction est que les injections massives de liquidités effectuées par la Banque centrale soutiennent les échéances courtes, France et Italie y compris. Concernant les maturités plus longues, la nécessité du refinancement des dettes arrivant à échéance va amener une certaine volatilité sur le marché secondaire en fonction du succès des adjudications. Ainsi, les maturités courtes/intermédiaires offrent des rendements attractifs, les échéances longues restant délicates.
- Cette dégradation de la France ne change pas notre perception sur les opportunités sur maturités courtes mais souligne qu'il faut rester prudent dans ce contexte. Nous avons cessé d'investir dans les Bons du Trésor français (BTF). Nous allons y revenir. D'un point de vue du rapport risque/rendement obligataire, nous restons actuellement neutres sur la France.

Actions

- Les rumeurs sur les dégradations des notes des pays européens n'ont pas eu raison de la bonne humeur des investisseurs. Ces baisses étaient en effet largement anticipées depuis plusieurs mois.
- Les investisseurs ont regardé avec attention les premiers résultats d'entreprises pour le quatrième trimestre. Comme d'habitude, l'honneur revient à Alcoa d'ouvrir la saison des résultats aux Etats-Unis. Les investisseurs ont bien accueilli les perspectives de cette entreprise qui s'attend à une hausse de la demande en aluminium en 2012.
- Les indices ont profité d'un optimisme prudent, les investisseurs étant pris en étau entre les bons résultats d'Alcoa et les rumeurs faisant état de baisses imminentes de la note de la France et de l'Italie par Standard and Poor's. L'indice MSCI Monde a gagné 0,8% sur la semaine. Les meilleures performances sont à chercher du côté de l'Europe (+1,9% pour le CAC 40 et +1,7% pour le DJ Stoxx).
- Le marché japonais, avec une performance de +1,3% sur la semaine, a surperformé les indices américains (+0,9% pour l'indice S&P 500).