# Orientations et Stratégie n°119

Lettre mensuelle de La Française AM | Décembre 2011 - Achevée de rédiger le 08 | 11 | 2011

## Regard sur les marchés

Fin en fanfare pour un mois de novembre qui a pourtant vu le stress européen culminer à son paroxysme, avec des rendements longs italiens au-delà de 7 %, un écart de taux France/ Allemagne à près de 200bp, et même une relative perte de confiance sur la dette publique allemande, avant que ne s'amorce dans les derniers jours, un retour à davantage de sérénité accompagné d'une normalisation des courbes de taux. Tout au long de cette période extrêmement agitée sur le front des dettes gouvernementales, les bourses légitimement chahutées, ont néanmoins surpris par leur résilience.

- L'équation économique mondiale est peu différente de celle d'octobre : l'atterrissage des zones émergentes non européennes se confirme et reste contrôlé, même si les PMI manufacturiers chinois entrent en zone d'alerte, les Etats-Unis continuent à surprendre favorablement avec des indicateurs meilleurs qu'attendu sur emploi, confiance, logement... tandis que l'Europe vacille aux frontières de la récession. Les effets d'entraînement peuvent à ce stade être vertueux comme vicieux, le reste du monde tirant l'Europe vers le haut, ou l'Europe plombant la croissance mondiale...
- L'intervention concertée récente des six plus grandes banques centrales, qui vise en particulier à fournir aux banques européennes la liquidité indispensable à leur refinancement en \$, est à ce titre révélatrice de la crainte des autorités monétaires mondiales de voir le stress européen figer les circuits de financement internationaux. De même, les décisions des banques centrales brésilienne mais surtout chinoise d'assouplir leurs politiques monétaires, témoignent de la vigilance générale sur l'activité, et tout porte à penser que la BCE leur emboitera à nouveau le pas dans les semaines à venir. Ces actions convergentes constituent naturellement un facteur d'apaisement des marchés à court terme.
- Concomitamment, la mobilisation politique autour de l'Europe se poursuit, long cheminement jalonné de sommets

dont les conclusions déçoivent souvent des marchés impatients. Il nous semble toutefois qu'au-delà des discordances politiques et des effets d'annonce, un travail technique s'opère pour préciser les contours du FESF: ses conditions d'intervention s'articuleraient de façon graduée via l'octroi de lignes de crédit conditionnées par la situation économique et financière des pays y ayant recours. Il pourrait rehausser le crédit d'un pays via un certificat de protection partielle attaché aux obligations émises et disposerait pour intervenir d'une filiale de co-investissement. Le projet reste complexe mais son action sera relayée très vite par l'activation du MES dont la création est accélérée par le couple franco-allemand.

 Dans le même temps, nous observons une action discrète mais bien réelle du FMI pour se doter de ressources supplémentaires plus flexibles, et la poursuite d'achats réguliers de dettes périphériques par la BCE au rythme de 8 Mds€ par semaine.

Même si la route promet d'être longue et volatile, la mise en place de ce filet de sécurité financier mondial nous semble de nature à permettre la réconciliation entre des impératifs de court terme qui visent à apaiser les tensions extrêmes sur les dettes, et des objectifs de long terme qui consistent à esquisser l'Union Européenne de demain en accroissant son degré d'intégration politique et budgétaire et sa discipline collective. Nous formons le vœu qu'il permette aux gouvernements de s'ajuster progressivement sans être étranglés par des conditions financières punitives, et aux marchés obligataires de se normaliser.

Confortés par la résistance récente des bourses et par le repli significatif des rendements européens en fin de mois, nous maintenons, comme détaillé en dernière page, un risque mesuré dans nos allocations, concentré sur les entreprises (actions, crédit) et majoritairement hors d'Europe, et levons les couvertures tactiques sur nos fonds actions européennes.

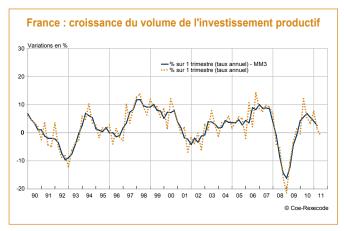


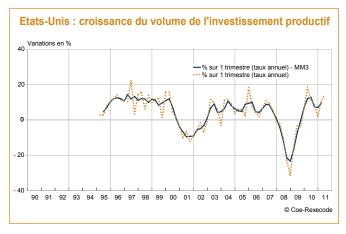
# Conjoncture

L'instabilité financière a ébranlé l'économie réelle dans les pays de la zone euro. Les derniers indicateurs quantitatifs confirment une baisse de régime d'activité mais ils ne traduisent pas pour l'instant un renversement de tendance. Le volume des ventes au détail stagne. La rechute de la production industrielle en septembre ne fait que compenser la hausse d'août de sorte qu'au total la tendance était proche de l'horizontale au début de l'automne. Les indices qualitatifs du climat des affaires se sont brutalement détériorés et annoncent un quatrième trimestre négatif. Les enquêtes communautaires et les indices des directeurs d'achat ont fortement reculé et ils sont désormais en territoire négatif dans tous les secteurs d'activités. Les indices de confiance des consommateurs, qui avaient retrouvé leur moyenne passée au premier semestre 2011, sont retombés à leurs niveaux bas

THE THE PROPERTY OF THE PARTY O

L'investissement productif est en nette reprise aux Etats-Unis et amorce plutôt une rechute en Europe (ci-dessous le graphique pour la France).





du passé (mais restent bien au-dessus des creux des années de forte récession 1993 et 2009). Les entrées de commandes industrielles de septembre ont fortement décroché (- 6 %). La baisse du régime d'activité s'est traduite par un arrêt de la hausse des prix à la production. Cela n'entraîne pas encore un recul de l'inflation des prix à la consommation qui restait à 3 % en glissement annuel en octobre dernier.

Aux Etats-Unis, le taux de croissance du troisième trimestre a été révisé à 2 % l'an. La tendance pour le quatrième trimestre devrait être comparable, peut-être même au-dessus si on en juge par les indicateurs récents. La production industrielle a encore augmenté en octobre (+ 0,7 %), les ventes au détail poursuivent leur progression, les mises en chantier de logements ont confirmé leur rebond de septembre. Les ventes de logements anciens ont certes déçu mais les permis de construire ont rebondi et le solde des opinions des promoteurs sur leur niveau d'activité s'est redressé. L'indice des prix à la consommation a reculé (- 0,1 % en octobre grâce aux prix de l'énergie). La désinflation a repris, ce qui est bon pour le pouvoir d'achat des ménages.

### L'activité économique mondiale est et reste sur une pente clairement positive notamment dans les pays émergents.

Cela soutient l'économie européenne mais maintient aussi les prix des produits de base, et plus particulièrement du pétrole, à des niveaux qui restent élevés. Les cours du Brent sont à 110 dollars le baril. On notera toutefois que depuis un mois, les cours à un an du WTI sont passés au-dessous de ceux du comptant. Les opérateurs n'anticipent plus de hausse à un an. Le volume du PIB mondial (53 principaux pays) a progressé au troisième trimestre au rythme annualisé de 3,5 %, en accélération sur les 2,9 % l'an du trimestre précédent. La légère accélération s'explique par le rebond des PIB américain et japonais. Le rebond du PIB américain devrait se poursuivre au dernier trimestre. Il n'en est pas de même du PIB japonais, le rebond du troisième trimestre s'expliquant surtout par la compensation de l'accident du deuxième trimestre. Il reste que la croissance économique est toujours soutenue dans le monde et que c'est là un facteur d'entraînement pour l'Europe, momentanément masqué par le stress financier dominant.

# Perspectives économiques

Les perspectives pour les prochains trimestres sont largement dépendantes des hypothèses que l'on privilégie pour le dénouement de la crise de la zone euro. Le monde n'est pas en crise. Les tensions financières sont focalisées sur la zone euro. La dérive récente des marchés de dettes souveraines dans la zone euro n'est pas soutenable. Une poursuite de la divergence interdirait à terme le refinancement de la dette et conduirait inéluctablement à des défauts. Un dénouement est incontournable mais plusieurs scénarios sont possibles.

Les medias relayent largement le scénario de rupture suggéré par certaines analyses des agences de notation. Ces analyses rappellent notamment (par exemple les deux dernières analyses de Moody's) : que la France emprunte depuis 2009 à moins de 3 %, (soit près de 1 point au-dessous de la moyenne historique), que le taux courant de l'OAT à dix ans (soit 3,70 % au moment de la note d'analyse, beaucoup moins actuellement) est toujours au-dessous de cette moyenne, que la crise européenne et le ralentissement de la croissance constituent des facteurs de risques pour le bilan de l'Etat. Ces observations sont certes vraies, mais elles sont soit plutôt favorables, soit plutôt banales et il est surprenant qu'elles déstabilisent à ce point les marchés.

Il est vrai que se posent aujourd'hui des questions cruciales. Le taux d'intérêt à dix ans payé actuellement par l'Etat français est-il soutenable ? La réponse est oui. Si on retient un taux de croissance tendanciel du PIB nominal de 3 % à 3,5 % (1,5 % de croissance à moyen terme, 1,5 à 2 %

d'inflation), un taux de financement à dix ans de 3 à 4 % est soutenable, sous réserve d'une politique budgétaire raisonnablement restrictive. Une autre question concerne l'écart France-Allemagne : un spread par exemple de l'ordre de deux points serait-il soutenable? A très long terme non. Mais l'hypothèse qu'un tel spread se maintienne durablement est très peu vraisemblable. La persistance d'une telle situation ne pourrait se justifier que si l'on croit à un défaut de la France par rapport à l'Allemagne ou bien si l'on s'attend à une forte réévaluation monétaire de l'Allemagne par rapport à la France, c'est-à-dire à une fracture de la zone euro (entre la France et l'Allemagne). Il est vrai que certains l'envisagent, mais nous estimons que ces perspectives sont peu vraisemblables. La comparaison avec l'Italie est encore plus suggestive. Pour justifier l'écart de taux avec l'Allemagne, il faudrait imaginer une dévaluation de l'éventuelle "eurolire" de 60 % par rapport à l'"euromark", ou bien une perte en capital analogue sur la dette italienne.

Notre scénario de référence retient l'idée que le point de tension financière maximale est atteint ou proche de l'être (nouveaux plans, mise en place du FESF, potentiel d'intervention du FMI et de la BCE, programmes de réduction des déficits en cours). Les spreads de taux devraient cesser de s'écarter puis se résorber (sans nécessairement disparaître). La volatilité des marchés baisserait. Le point bas de l'activité économique devrait être touché au premier trimestre 2012 avant un retour à la croissance qui ouvrirait la perspective d'un rebond des cours des actions au premier semestre 2012.

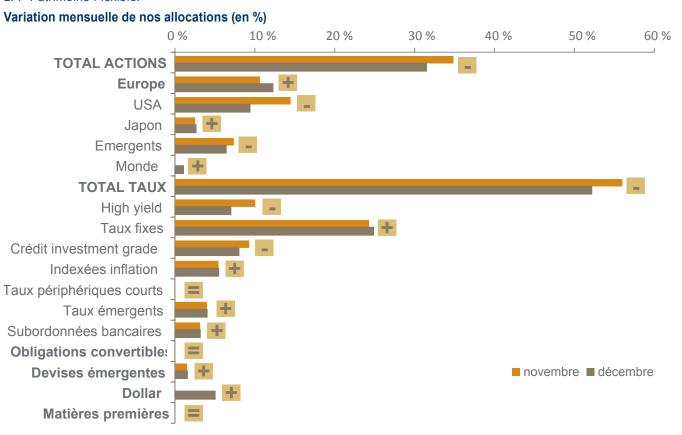
Scénario de référence 2011 et 2012		2011	2012	
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,7	2,3	
	Zone euro	1,6	0,6	
Taux d'inflation*	Etats-Unis	3,0	2,0	
	Zone euro	2,2	2,0	
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25	
	BCE	1,00	1,00	
Taux à 10 ans**	T-notes US	2,00	3,00	
	OAT	3,00	3,50	

Nous privilégions toujours le scénario d'un ralentissement marqué mais temporaire. L'inflation reculerait en 2012. Les taux d'intérêt resteraient bas mais reviendraient vers la normale.

### 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.



#### Noël en novembre?

Face au regain de tension sur la dette périphérique en début de mois, nous avons, dans un premier temps, fortement diminué le risque du portefeuille.

 Nous avons ainsi cédé les positions crédit les plus offensives (obligations à haut rendement et obligations subordonnées bancaires) craignant la faible liquidité de cette classe d'actifs en fin d'année, et diminué la part actions de 10 % uniformément entre USA, marchés émergents et Europe.

Les avancées politiques en Europe, les interventions coordonnées des 6 grandes banques centrales, et la parution de bons chiffres économiques américains nous ont alors conduits à réinvestir en seconde partie du mois.

 Nous avons tactiquement repondéré le portefeuille sur les marchés actions européens et émergents qui avaient davantage souffert.

- Nous avons également profité de la hausse des taux italiens pour mettre en portefeuille le bon du Trésor Italien échéance 1er mars 2012 (3 mois) à 6,50 % de rendement pour 10 % de l'actif du portefeuille.
- Nous avons renforcé les obligations à haut rendement court terme US afin de profiter du portage.
- Nous avons enfin augmenté notre position sur le Bund suite à la désaffection momentanée sur le marché obligataire allemand.

Nous maintenons ainsi un niveau de risque mesuré et consommons 60 % de l'enveloppe cible. Nous pensons conserver pour la fin d'année une gestion tactique active de l'exposition actions mais les positions de crédit court terme devraient rester stables.

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 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 de La Française AM.

