

Regard sur les marchés

Sans complètement passer sous les fourches caudines des financiers qui exigeaient d'elle des achats directs massifs de dettes gouvernementales sous pression, **la BCE a su endiguer les effets pervers de la spirale négative dans laquelle les marchés se sont enferrés en 2011**. En ouvrant de façon illimitée, gratuite et durable les vannes de la liquidité, elle a rassuré les opérateurs sur la capacité des banques à réduire leur bilan de façon ordonnée, et sans impact trop marqué sur la sphère réelle. Elle s'est ainsi assurée un "Quantitative Easing" indirect via les banques européennes, cette manne de liquidité étant pour partie recyclée sous forme de dette publique, avec des effets spectaculaires sur certains rendements périphériques. Ceci améliore drastiquement les conditions de refinancement des Etats alors que le calendrier des émissions est particulièrement dense. Ce cercle vertueux nous semble pouvoir durer, la prochaine opération de LTRO prévue fin février devrait entretenir ce climat positif même si la situation bilancielle des Etats et des banques reste tendue.

Le soulagement apporté par cet apaisement du stress souverain et bancaire en zone Euro, se situe en outre dans **un climat économique lui aussi plus serein**, où les chiffres américains continuent à rassurer, où les indicateurs avancés en zone Euro de type PMI ou IFO augurent d'une stabilisation plutôt que d'une aggravation de la conjoncture au 1er trimestre avec toujours une dichotomie nord/sud, et où les pays émergents poursuivent leurs politiques d'assouplissement monétaire, Chine et Brésil en tête.

Les effets sur les classes d'actifs risquées sont notables :

- La convergence des dettes souveraines s'opère ainsi violemment avec, à titre d'illustration un repli de 130bp du taux à 10 ans italien qui revient nettement en deçà de 6 % tandis que le rendement à 2 ans perd 200bp sur le mois pour finir vers 3 %... En Espagne le mouvement est aussi net avec une amplitude plus limitée. Les **indices gouvernementaux**

zone Euro affichent en conséquence une **performance exceptionnelle sur le mois**, comprise entre 1% et 3% selon leur duration. La sphère du crédit profite elle aussi largement du retour de l'appétit pour le risque.

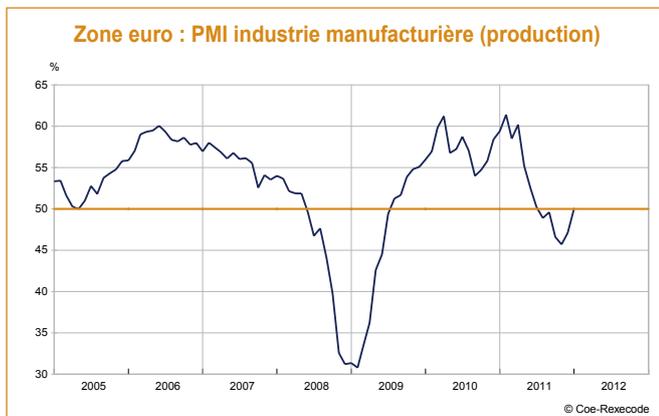
- Côté actions, la **performance remarquable des indices** cache des **disparités géographiques et sectorielles** non moins remarquables. Les grands indices mondiaux ressortent entre + 3 % et + 10 %, avec une Europe en moyenne à + 5 % mais un Dax à + 12 %, les Etats-Unis à + 5 % avec un Nasdaq à + 8 % et des bourses émergentes qui culminent à près de + 10 %. La décomposition sectorielle des indices européens est elle aussi intéressante, avec les valeurs cycliques et financières à plus de 10 %, la santé et les utilities proches de 0, les télécoms et la consommation en territoire négatif.

Après la phase de dislocation de certaines valorisations fin 2011, **deux enjeux majeurs conditionnent**, à notre sens, la **poursuite de la normalisation** amorcée en ce mois de janvier :

- **La croissance**, tout d'abord, tant macro que micro-économique, sur laquelle S&P a raison d'insister en zone Euro, tout autant que sur la rigueur budgétaire. La discrimination des performances se fera cette année sur la capacité des pays et des entreprises, émetteurs de dettes ou d'actions, à générer de la croissance. Sur les actions en particulier, l'aptitude à surprendre favorablement sur la croissance bénéficiaire dans un environnement encore incertain, sera clef. C'est ce qui nous pousse, bien au-delà des contingences de valorisation, à préférer les sociétés globales.
- **L'Europe**, engagée laborieusement sur une voie médiane, entre risque d'éclatement et intégration totale, devra poursuivre sa lente progression vers une gouvernance nouvelle, en menant à bien une politique mixant rigueur et croissance... ce qui nous promet quelques tensions récurrentes !

Les fortes tensions financières des derniers mois au sein de la zone euro ont déstabilisé la conjoncture européenne. Au niveau mondial, l'année 2011 n'apparaît pas comme une année médiocre. C'est une année moyenne. Le taux de croissance mondial de 2010 (4,6 %) comportait une part de rattrapage de sortie de récession et il fallait s'attendre à une normalisation en 2011. Celle-ci a effectivement eu lieu. Le taux de croissance moyen de 2011 (PIB mondial de 2011 rapporté au PIB de 2010) est revenu à 3,5 % l'an. Il est proche de sa tendance de longue période. C'est surtout le découplage entre l'Europe et le reste du monde qui caractérise l'année 2011. **Alors que le taux de croissance trimestriel (annualisé) de l'ensemble du monde hors zone euro est resté à 2,5 % ou au-dessus tout au long de l'année (4 % au premier trimestre), ce même taux a décroché de 3,1 % l'an au premier trimestre à un demi-point aux deux trimestres suivants avant de plonger à -2 % au quatrième trimestre.**

Les deux indices des directeurs d'achat, l'indice de l'industrie et l'indice des activités de services, ne sont redressés en janvier. La zone euro peut éviter un deuxième trimestre négatif, c'est-à-dire une récession.



Les enquêtes de conjoncture de la zone euro de la toute fin d'année (indices d'opinion) montrent qu'après une stabilisation des opinions annonciatrice de retournement au printemps dernier puis une brutale détérioration à partir de l'été, le PIB de la zone euro s'est contracté au dernier trimestre. Les données quantitatives ont dans un premier temps marqué une certaine inertie. Elles confirment maintenant un recul d'activité à l'automne. La production industrielle et le volume des ventes au détail de la zone euro ont baissé en octobre et novembre, légèrement pour la production industrielle, plus nettement pour les ventes au détail. **L'année s'est toutefois terminée pour le climat des affaires sur une note moins négative**, suggérant que le choc psychologique de la crise financière s'est atténué et que **le point bas de la conjoncture européenne est atteint ou proche de l'être**. L'évolution des marchés boursiers, qui anticipent généralement bien les points d'inflexion conjoncturelle semble en phase avec la perspective d'une amélioration prochaine de la conjoncture.

L'économie américaine a subi comme l'ensemble de l'économie mondiale au début 2011 les effets négatifs sur le pouvoir d'achat des hausses de prix des produits de base. Mais à la différence de l'Europe et malgré l'agitation, très temporaire, liée à la perte du triple A en juillet dernier, **la croissance américaine n'a pas été déstabilisée**. L'expansion s'est installée aux Etats-Unis. Les créations d'emplois se confirment de mois en mois, le taux de chômage baisse depuis deux ans, l'indice de confiance des ménages a rebondi, le secteur du logement est stable, l'investissement productif augmente.

Au total, la croissance mondiale est modérée mais elle persiste. Les prix en dollars des matières premières sont un peu remontés dans le courant du mois de janvier, après une année de recul. Seuls les produits alimentaires ont échappé à la hausse. Malgré ce rebond, l'indice d'ensemble (hors pétrole et métaux précieux) reste 20 % au-dessous de son pic du début 2011. Il y a donc bien eu au total un retournement à la baisse des prix des matières premières. Le prix du pétrole, qui n'avait dans un premier temps que très peu baissé, est stable aux environs de 110 dollars le baril de Brent depuis plusieurs mois. **Les prix mondiaux confirment donc le ralentissement d'activité mais ils montrent aussi que l'on est très loin aujourd'hui d'une récession mondiale et d'une menace d'effondrement des prix.**

Perspectives économiques

Le 13 janvier 2012, l'agence Standard & Poor's a abaissé la note à long terme de la France de AAA à AA et les notes de plusieurs autres pays européens. Selon la terminologie de l'agence, dans les deux cas (triple A et double A), le risque d'investissement des obligations est considéré comme très faible et la capacité à rembourser importante. La principale nuance entre les deux niveaux est que dans le premier cas (triple A), l'agence considère qu'une évolution défavorable de l'activité économique ou des conditions de financement "n'accroîtrait pas significativement le risque d'investissement". Dans le second cas (double A), la même évolution serait "susceptible d'augmenter le risque d'investissement mais pas de manière très significative". La différence est finalement bien mince, trop mince aux yeux des deux autres agences pour justifier un mouvement de leur part. **La décision de Standard & Poor's s'est finalement avérée un non-événement.** Si les décisions européennes se concrétisaient prochainement, **l'annonce de Standard & Poors pourrait même se révéler le premier acte d'une clarification de la situation européenne** et d'une sortie de crise. Mais d'autres actes devraient suivre pour cela.

On sait que des nouvelles règles de convergence budgétaire ont déjà été décidées à la fin 2011 avec le paquet législatif appelé "six-pack" : une "règle d'or" constitutionnelle qui limitera le déficit public "structurel" à 0,5 % du PIB, un mécanisme de réduction de un vingtième par an de l'excès de dette par rapport à la norme de 60 %, un système de correction des déséquilibres macroéconomiques. **Le nouveau Traité européen conclu le 30 janvier entérine les futurs mécanismes de stabilité. Le problème est que pour l'instant peu**

des décisions prises ont reçu une application concrète.

A l'heure où nous écrivons cette lettre, l'accord sur la Grèce n'est toujours pas conclu. Les perspectives européennes restent toujours suspendues à la résolution de la crise des dettes souveraines et au-delà de la divergence profonde des économies réelles. L'année 2011 est à cet égard historiquement sans précédent, avec à un extrême l'Allemagne qui affiche une deuxième année de croissance à 3 % en 2011 et à l'autre extrême la Grèce qui a enregistré une récession de plus de 5 % en 2011, après déjà trois ans de récession.

Les écarts devraient s'atténuer en 2012 avec un rapprochement probable des taux de croissance, une amélioration des balances courantes des pays les plus déséquilibrés. **On peut ainsi raisonnablement anticiper une re-convergence des taux d'intérêt européens.** C'est cette perspective que les marchés ont commencé à intégrer, sans qu'au stade actuel on puisse complètement écarter le retour de nouvelles périodes d'instabilité.

La Banque Centrale Européenne a engagé une stratégie d'injection massive de liquidités dans le système bancaire et de baisse de son taux de refinancement. Cette stratégie sera durable. On note toutefois que dans la zone euro, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation s'est établi à 2,7 % en janvier 2012. Cette persistance de l'inflation alors que l'activité stagne s'explique par la dépréciation de l'euro et par le fait que plusieurs pays de la zone ont relevé des taxes indirectes. **Ces ajustements de prix dans la zone euro ne traduisent pas des mécanismes inflationnistes** et ne devraient pas inquiéter la Banque Centrale Européenne, mais ils pourraient la conduire à une période d'hésitation.

Scénario de référence pour 2012

		2011	2012
Taux de croissance*	Etats-Unis	1,7	2,5
	Zone euro	1,6	0,6
Taux d'inflation*	Etats-Unis	3,0	2,0
	Zone euro	2,7	1,9
Taux d'intérêt centraux**	Fed	0,25	0,25
	BCE	1,00	0,75
Taux à 10 ans**	T-notes US	1,86	3,00
	OAT	3,15	3,50

Nous ne modifions pratiquement pas notre scénario de référence. Celui-ci illustre une consolidation de la croissance américaine et une reprise modeste de l'activité dans la zone euro à partir de l'été prochain. L'inflation diminuerait en 2012 et les taux d'intérêt resteraient bas.

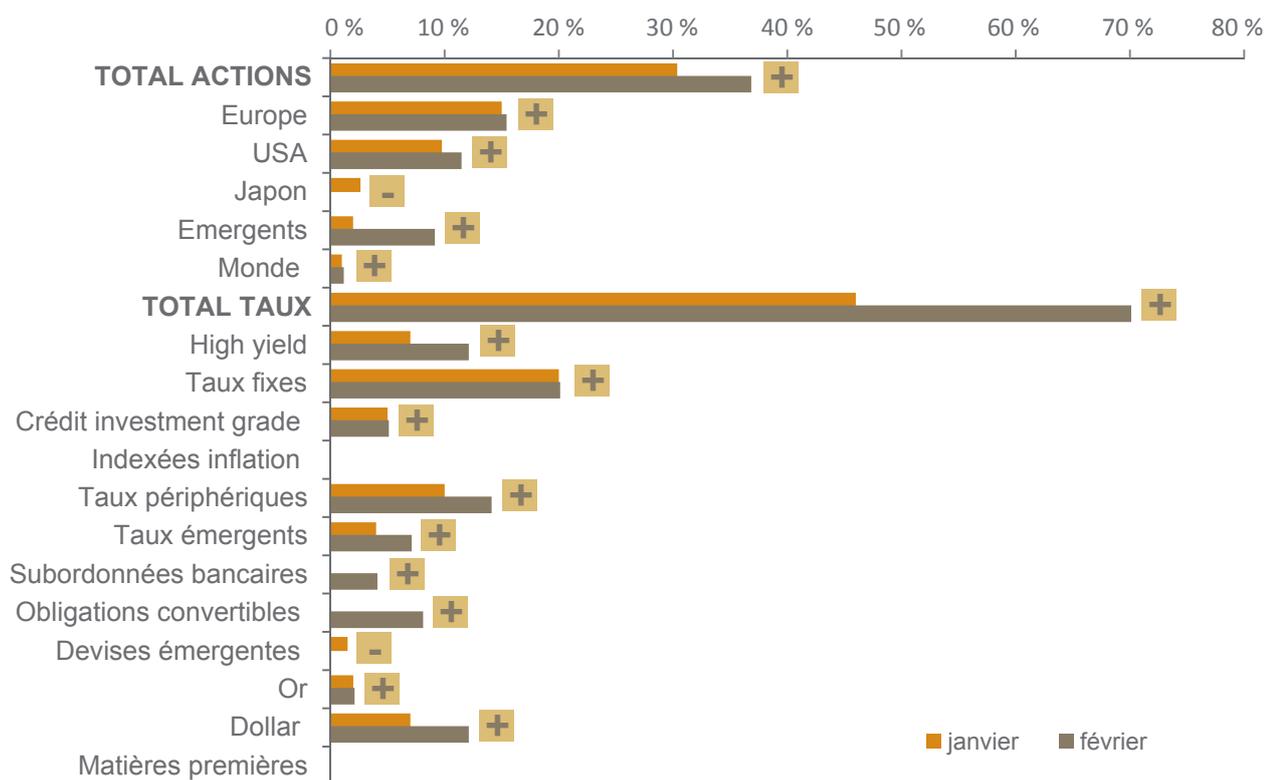
*Moyenne annuelle - **En fin d'année

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 %)



Quand la crainte du pire se dissipe...

Les facteurs positifs de ce mois de janvier ont pour impact direct une baisse massive des indicateurs de risque extrême (vol implicite, skew, taux interbancaires...).

Ces éléments nous ont amenés à remonter graduellement nos budgets de risques qui s'établissent maintenant autour de 85 % de leur enveloppe maximale, soit 20 % d'augmentation sur le mois.

Nous restons positifs sur les marchés actions avec une préférence pour la zone émergente qui devrait le plus profiter de l'afflux de liquidités venant des banques centrales. Notre exposition à cette zone passe ainsi de 2 % à 9 %.

Le retour de la liquidité sur les marchés de crédit nous a également amenés à augmenter de manière assez significative notre exposition à la dette privée. Souvent disloqués en

2011, certains supports offrent à l'heure actuelle un potentiel de normalisation significatif.

Les expositions aux subordonnées bancaires, obligations convertibles et taux périphériques (Italie à 10 ans uniquement) ont ainsi été augmentées de respectivement 4 %, 8 % et 4 %.

La position sur le dollar a, elle, été portée de 7 % à 12 %.

Nous continuons à suivre de près les indicateurs de stress du marché, mais tant que ceux-ci demeurent bien orientés et que les chiffres macro-économiques restent porteurs, nos budgets de risques resteront déployés de manière significative.

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.