












## STRATEGIE D'INVESTISSEMENT 2012

	<b>2012 : les opportunités de gestion</b>	<b><u>3</u></b>
	<b>La fin d'une période particulière et le retour à des marchés favorables à notre style</b>	<b><u>4</u></b>
	<b>Economie : ralentissement global confirmé</b>	<b><u>6</u></b>
	<b>Europe : une remise en ordre progressive</b>	<b><u>8</u></b>
	<b>Etats-Unis : croissance à court terme et incertitudes à long terme</b>	<b><u>10</u></b>
	<b>Les pays émergents reprennent une dynamique positive</b>	<b><u>12</u></b>
	<b>Marchés : des valorisations raisonnables mais des marges structurellement très élevées</b>	<b><u>14</u></b>
	<b>Nos conclusions d'investissements</b>	<b><u>15</u></b>
	<b>Perspectives 2012 pour la gamme des fonds Alienor</b>	<b><u>19</u></b>



*« 2012 n'est pas l'année de tous les dangers en matière d'investissements, mais une année d'opportunisme où la tactique a sa place à côté de la stratégie. Les opportunités de gains sont importantes pour des gestions actives. La chute des marchés a déjà eu lieu, le ralentissement des émergents et la rechute européenne sont déjà pris en compte, les valorisations sont à nouveau très basses. Ce ne sera pas non plus un long fleuve tranquille, car la complexité et la durée de traitement de certains grands déséquilibres sont indéniables et la ré-accélération mondiale pourrait être poussive. Les phases de hausse et de baisse de l'aversion au risque devraient continuer à alterner. Les marchés d'actions devraient donc se reprendre en dents de scie, avec une pente haussière faible et une rotation sectorielle certaine. Les obligations privées offrent des rendements, aux « spreads » importants, en regard de la qualité des bilans. »*

*Notre gestion pour les trimestres à venir : positionnement opportuniste et variable sur les actions avec un biais favorable, positionnement structurant sur les obligations privées.*

## **Les valorisations sont attrayantes**

La chute des marchés, en particulier européens et émergents, met fin à une stagnation des actifs financiers à des niveaux ni chers ni bon marché et redonne de la place pour une reprise. C'est évident pour les obligations d'entreprises, dont les spreads de crédit avaient atteint des niveaux proches de ceux de fin 2008 alors que leurs bilans sont de bien meilleures qualités. C'est vrai aussi pour les actions même s'il faut tempérer cette affirmation par un risque de fin de cycle haussier sur les marges.

### **Nous pouvons nous appuyer sur un minimum de certitudes pour le scénario économique**

Les perspectives économiques restent médiocres et complexes à appréhender. Toutefois les problèmes sont connus et les réponses apportées peuvent être évaluées. En Europe, la trajectoire de croissance à moyen-terme est nulle. La politique monétaire ne suffit pas à relancer la croissance et les budgets sont récessionnistes.

Surtout, la consommation et l'investissement sont bloqués par une défiance pour l'avenir. Mais les réformes finiront par créer un choc de confiance positif mais pas avant plusieurs trimestres au mieux : des pas positifs

successifs sont faits et nous y conduisent. Certains pays émergents vont bénéficier du lancement de leurs politiques d'assouplissement monétaire en cours et redémarrer dans quelques mois. Le risque de scénario de « hard landing » en Chine est à surveiller de près. Aux États-Unis, la croissance tiendra vaillamment que vaillamment jusqu'aux élections. Elle oscille entre 0 et 3% au gré de sursauts de la consommation faiblement explicables.

### **Les opportunités que nous entendons saisir**

**Hausses mini-cycliques des marchés d'actions européennes :** les marchés européens ne peuvent pas reprendre une tendance haussière tant que le choc de confiance n'est pas proche mais les valorisations sont suffisamment basses pour soutenir des reprises de plusieurs mois. Aux USA, le statu quo budgétaire et le rebond de la consommation donnent quelques mois de visibilité. Nous privilégions dans les phases de reprises, des titres à fort beta ou des positions indicielles. Il en va de même pour les pays émergents à la faveur des détentes de politique monétaire.

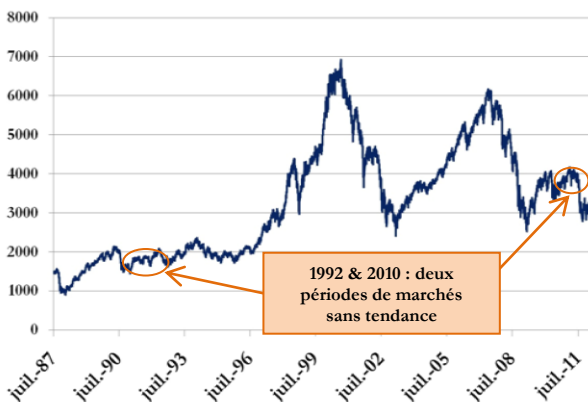
**Taux attrayants sur les emprunts privés :** nous achetons pour le moyen terme des signatures d'entreprises alors que les bilans ont été largement désendettés depuis trois ans. Les portefeuilles constitués doivent avoir un rendement actuariel supérieur à 6% pour une durée moyenne de 4 ans.

*Le style de gestion d'Alienor Capital a performé dans toutes les phases de marché...sauf celle de mai 2010-juin 2011. Cette période de flottement économique et financier, conditionnée par des décisions politiques, est très particulière, rare, et surtout...elle semble être terminée. Les perspectives redeviennent favorables à notre style de gestion.*

Les 18 mois précédant la chute des marchés de l'été dernier, ont présenté deux caractéristiques rares : une absence de tendance d'une part, et des facteurs de mouvements à la fois peu puissants et contradictoires de l'autre. Cette phase de marché nous rappelle celle entre juin 1991 et décembre 1992, avec une économie mondiale en phase de reprise, mais artificielle à bien des égards dans les pays développés. Déjà, les vents contraires de la faiblesse de la consommation, de l'austérité budgétaire et de la rechute de l'investissement menaçaient. Seule l'exportation se montrait robuste. Nous avons maintes fois qualifié cette situation de « dérive haussière des marchés », et nous avons la conviction que cette dérive se prolongerait jusqu'à une reprise économique durable ou à une rupture des marchés à la baisse. Toute la complexité était de trouver le moment et la cause de la rupture, dans un contexte de valorisations pas excessives certes, mais pas basses non plus.

Pour les trimestres à venir, la situation s'annonce très différente même si l'incertitude sur les trajectoires économiques reste présente. Elle est différente, parce que d'une part les valorisations sont bien plus basses et d'autre part parce que le traitement des déséquilibres économiques est maintenant plus avancé et qu'une grande partie de la chute des marchés a déjà eu lieu. Le contexte redevient plus favorable aux actions et aux obligations privées.

Le CAC 40 depuis 1987



Certes nous ne pronostiquons pas une reprise en ligne droite des marchés d'actions pour les prochains trimestres mais le risque de descendre une nouvelle grande marche d'escalier en terme de valorisation est limité. Les marchés devraient osciller au gré des nouvelles économiques, des allers et venues sur le stress européen, des avancées de politique économique. Autant d'opportunités pour ajuster l'exposition aux actions de nos fonds. En d'autres termes, même si les marchés d'actions devaient faire un score faible, notre gestion active peut réaliser un bon score avec un degré de confiance raisonnable.

Par conséquent, les horizons de placement de nos positions dans les trimestres à venir seront moins longs que par le passé et feront un peu plus appel au « market-timing ». Au contraire, sur les taux, l'investissement en obligations privées a une vocation de moyen long terme.

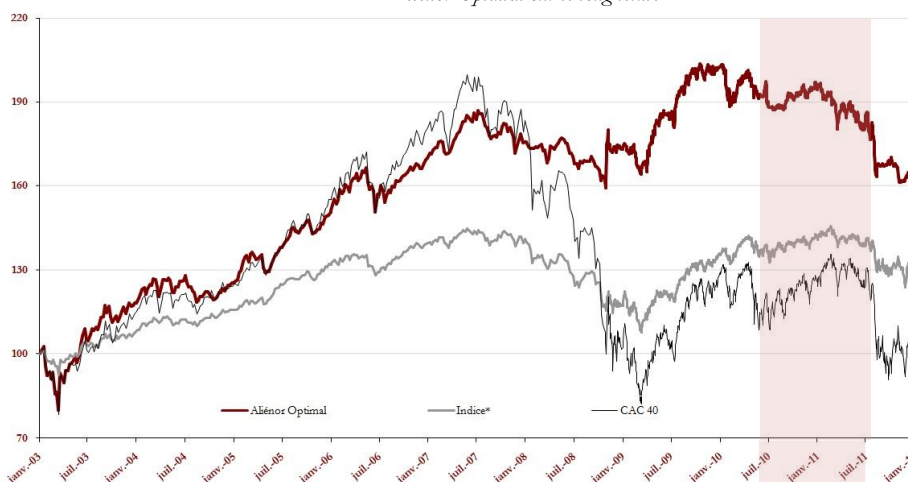
Historiquement, les reprises économiques dans les pays matures sont dues à des plans de relance et de transferts fiscaux qui dopent la dépense publique et la consommation des ménages. Ces plans sont traditionnellement accompagnés d'un assouplissement monétaire, d'une reprise mécanique de l'investissement et du commerce international. Aujourd'hui, les plans d'austérité remplacent les plans de relance et les transferts fiscaux s'arrêtent. En l'absence d'une hausse des revenus réels des ménages, la consommation n'est plus aidée et le commerce mondial ralentit. Les perspectives moins bonnes de l'économie entretiennent un cycle de baisse de l'investissement. Les politiques monétaires sont rendues moins efficaces par la faible demande de crédit.

Dans les pays émergents, la croissance avait repris naturellement après la crise de 2009. Cependant, la hausse des taux pour lutter contre l'inflation a pris les pays à contre-pied pendant le ralentissement. Cependant, les pays émergents conservent des marges de manœuvres enviables. Au final, l'activité a ralenti partout prématurément, ce qui fait de cette période d'après-crise une reprise unique dans l'histoire des reprises économiques.

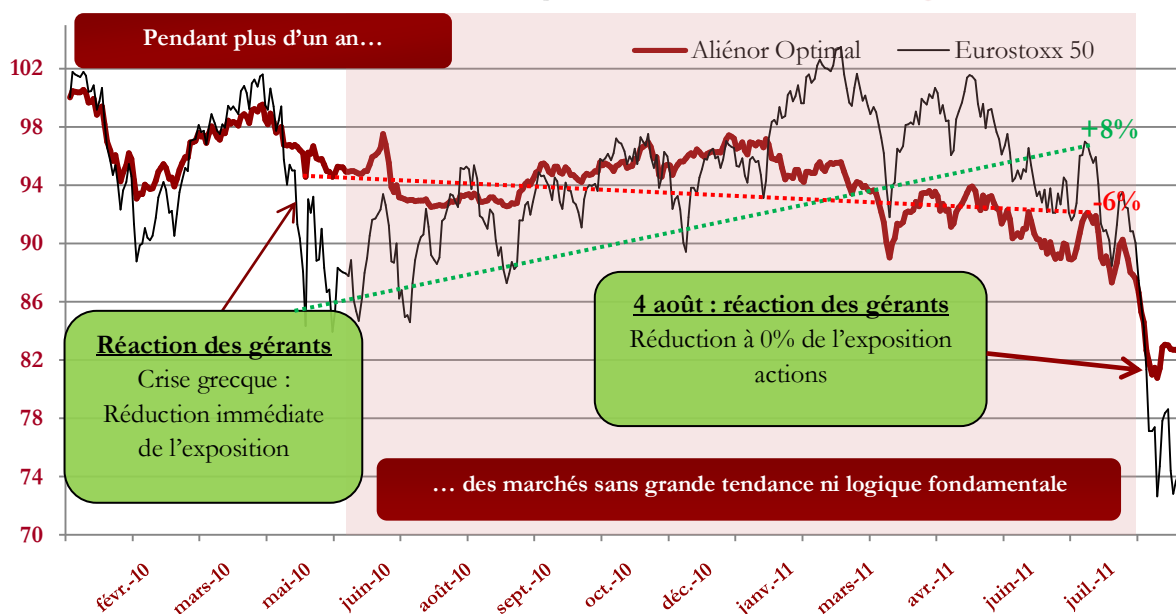
Dans cet environnement de ralentissement et de rotation sectorielle, la performance de la part actions de nos portefeuilles est ressortie en baisse alors que le marché progressait quelque peu après le (premier) pic d'angoisse vécu sur la crise grecque. C'est cela qui pourrait être reproché à notre gestion active alors qu'une gestion passive aurait fait mieux. Il importe de relativiser : si cette période a été longue, le coût pour nos fonds a été modeste. Surtout, en regard des perspectives qu'offre la sortie de cette période et le retour à des marchés plus tendanciels.

Et pourtant, nous avons réussi à considérablement amortir la chute des marchés pendant le déclenchement de cette crise (4,5% de baisse seulement sur Alienor Optimal dans un marché qui perd 18%). Dans la crise de cet été, nous avons de nouveau réagi vigoureusement en vendant toutes les actions en portefeuille entre le 4 et le 5 août et en nous mettant volontairement en position de « stand-by » face à la multiplication des signes de rechute économique générale. Notre unique contre-performance est celle de la période mai 2010-juin 2011.

*Alienor Optimal sur le long terme*



*Alienor Optimal en 2010-2011*



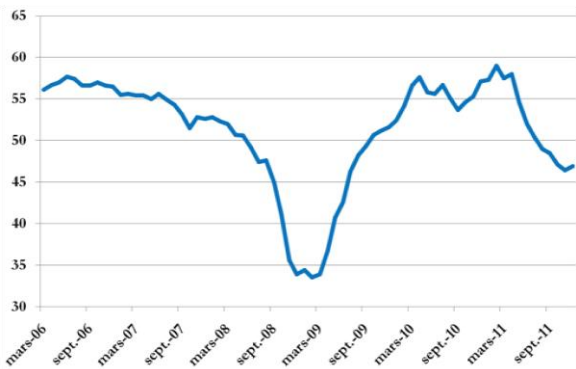
\*Rebasé 100 en 2012

Après le ralentissement économique de l'été dernier, la croissance économique mondiale semble se stabiliser autour de 2,5%. Le cycle économique est livré à lui-même car les politiques de relance monétaires et budgétaires sont soit inefficaces soit impossibles dans les pays développés.

Les économies des différentes zones sont en ralentissement

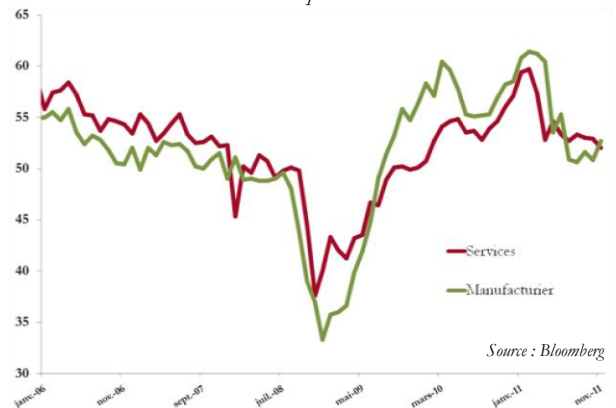
En Europe, la décélération de l'activité est marquée partout, et la plupart des indicateurs avancés de l'économie se sont retournés à la baisse depuis le milieu de l'année dernière. Aux USA, on perçoit une ré-accelération temporaire. Quant aux pays émergents, même s'ils devraient enregistrer des taux de croissance enviables, ils ont cependant ralenti de manière perceptible.

L'indicateur PMI des directeurs d'achats en Europe baisse en dessous de 50, indiquant une entrée en récession.



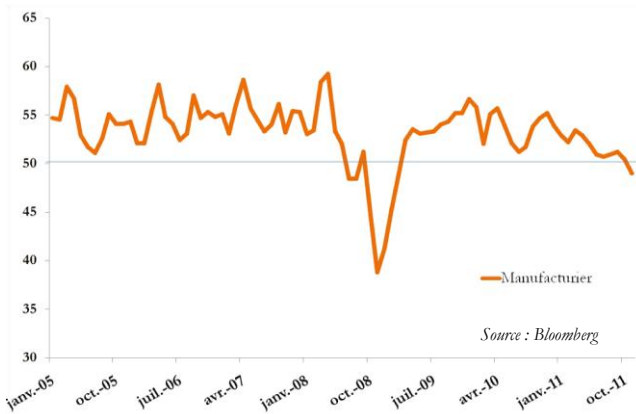
Source : Bloomberg

Les indicateurs PMI aux États-Unis se maintiennent aux dessus de 50, traduisant une activité à expansion modérée



Source : Bloomberg

L'indice PMI Chinois chute, soulignant le ralentissement de l'industrie chinoise



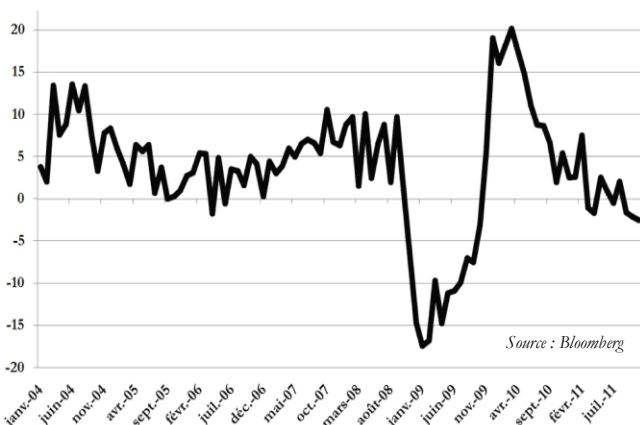
Source : Bloomberg

Net recul de la production industrielle en Inde (% glissement annuel) reflétant l'impact de la politique monétaire agressive du pays.



Source : Bloomberg

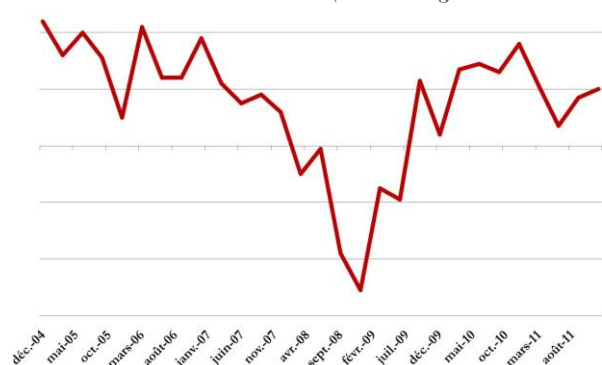
La production industrielle au Brésil est en forte chute, témoignant un ralentissement de l'activité (% glissement annuel – NSA)



Source : Bloomberg

Alors que l'investissement semble caler, les organismes privés et publics (OCDE, FMI, grandes banques d'investissement) revoient à la baisse leurs prévisions de croissance et l'ECRI, organisme privé qui étudie les cycles économiques et qui n'a aucun historique de mauvais signal depuis sa création, prévoit une récession aux États-Unis. Auront-ils tort pour la première fois ?

Variation PIB USA (Source Bloomberg)



*Les prévisions de croissance ont été fortement revues à la baisse dans les pays développés*

Croissance 2012	FMI	OCDE	Goldman Sachs
Etats-Unis	1.8%	2.0%	2.1%
Zone Euro	-0.5%	0.2%	-0.8%
Pays avancés	1.2%	-	1.2%

*Sources : FMI, OCDE, Goldman Sachs*

*Un tassement dans les pays émergents*

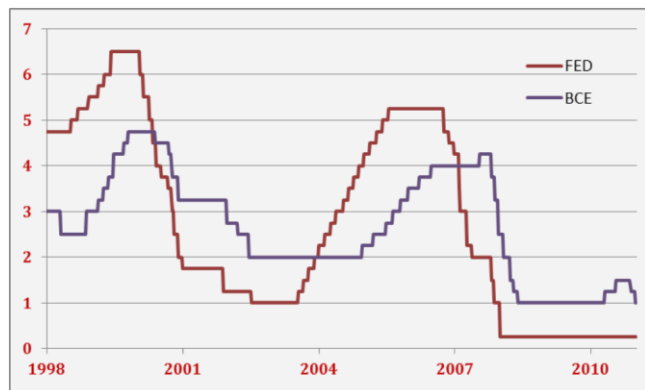
Croissance 2012	FMI	OCDE	Goldman Sachs
Brésil	3.0%	3.2%	2.8%
Chine	8.2%	8.5%	8.6%
Inde	7.0%	7.2%	7.2%
BRICS	5.7%	-	6.8%

*Source : FMI, OCDE, Goldman Sachs*

**Les cycles économiques des pays développés sont livrés à eux-mêmes et ne peuvent être relancés par les politiques monétaires ou budgétaires.**

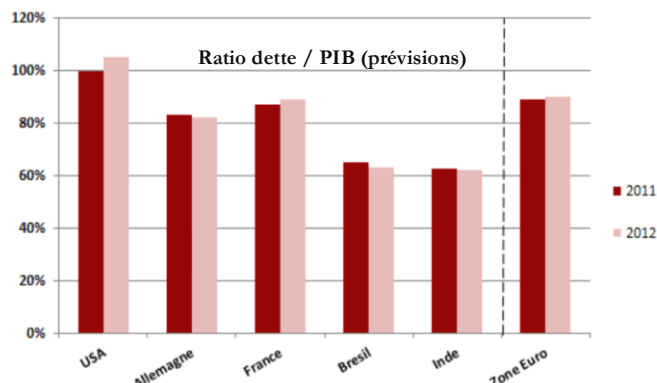
La prévisibilité des cycles économiques s’est considérablement dégradée. En effet, les cycles – mais pas la croissance potentielle - sont gérés depuis soixante ans par des politiques d’accélération ou de décélération monétaire ou budgétaire. Et cela fonctionnait ! Mais dans la crise actuelle des pays développés, ces politiques sont devenues soit inefficaces soit inutilisables. Les épisodes traditionnels de « stop and go » sont terminés. Les taux d’intérêts bas ne parviennent pas à stimuler ni la demande ni l’offre de crédit, bloqués par des problèmes structurels : la nécessaire réduction des bilans bancaires pour se conformer aux normes prudentielles restreint la volonté de prêter des banques, l’effort de désendettement des ménages américains et leur appauvrissement immobilier freine leur volonté d’emprunter, le manque de confiance dans l’avenir et les structures économiques et sociales des européens crée un frein. De plus, le nécessaire désendettement des Etats et l’adoption de budgets d’austérité limitent de fait la possibilité de mettre en place une relance budgétaire massive de type New Deal dans la plupart des pays développés.

*Les taux directeurs des banques centrales sont à un plus bas historique. Le niveau des taux court ne suffit pas à relancer la demande de crédit*



*Source : Bloomberg*

*La contrainte budgétaire est forte dans les pays développés et interdit la relance par le déficit.*



*Source : Bloomberg*

*L'Europe fait le pari d'une remise en ordre afin de créer les conditions d'un retour à la confiance et de la compétitivité. Elle avance pas à pas dans la bonne direction. Le chemin est long mais les pessimistes se trompent.*

**Les budgets sont récessionnistes, la consommation stagne, l'investissement ralenti mais les exportations amènent un solde positif à la croissance**

Synthétisons la situation ! Le PIB se décompose en quatre contributeurs : consommation, investissement, dépense publique et solde extérieur.

La consommation est en berne, pas seulement à cause de la progression nulle du revenu des ménages, mais parce que le taux d'épargne reste excessivement élevé. Les populations européennes perçoivent que les structures ne sont plus viables et que les formats de budgets actuels, les systèmes sociaux et de retraite, la structure du marché du travail, sont intenable en l'état. Tant que les réformes n'ont pas été mises en œuvre, elles ne se projettent pas dans l'avenir. L'investissement a connu un sursaut mécanique post-crise de 2009, mais son taux de croissance retombe par manque de dynamisme des marchés finaux. L'export a bien fonctionné et continue d'apporter un solde positif à la croissance (d'autant que l'euro baisse), mais le ralentissement des pays émergents freine son dynamisme. Enfin et surtout, la nécessaire austérité budgétaire a un effet dépressif. Selon nos estimations, elle a enlevé 1,5% à la croissance européenne en 2011 et devrait avoir un impact comparable en 2012. La pression temporaire négative des réformes européennes est considérable.

Pour compléter le tableau, il faut noter que l'Europe subit actuellement un effet de déstockage qui pressure la prise de commandes industrielles, effet qui devrait s'estomper à la fin du premier semestre.

Il est donc évident que, exportations mises à part, la croissance européenne subit une forte pression négative.

**La distribution de crédit ralenti**

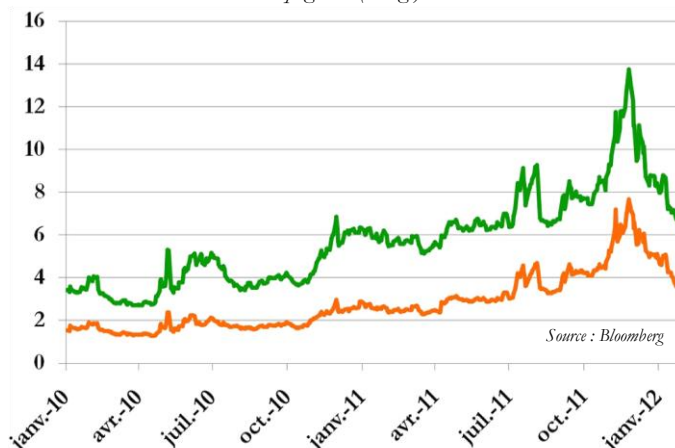
Or, comme nous l'écrivions plus haut, l'économie européenne ne peut compter sur les effets contracycliques de détente du crédit et de relance budgétaire. Les budgets ont déjà été évoqués. Quant au crédit, il serait logique que la détente des taux courts conduite à

une détente des taux générale et à un accroissement de la distribution de crédit. Or c'est tout le contraire qui se produit. Nous glissons vers une phase de « crédit-crunch ». Tout d'abord, la baisse des taux directeurs de la BCE ne se diffuse pas aux taux longs en dehors des pays « core », car les taux d'emprunts d'Etat de ces pays font un plancher aux taux de base bancaires. Ensuite, les banques européennes sont en phase de réduction de leurs bilans sous l'effet de la mise en place des nouvelles normes prudentielles – elles réduisent leur bilan plutôt qu'elles ne lèvent des fonds propres – ou par difficulté de refinancement. Enfin, même quand l'offre de crédit est là, il n'y pas toujours de demande à satisfaire : tétanisés par les perspectives, les ménages et les entreprises ne sont pas réellement demandeurs.

*L'indice de confiance des consommateurs a continué à se dégrader en décembre dans la zone euro.*



*Un phénomène de détente sur les taux à 2 ans des dettes italiennes (vert) et espagnoles (orange).*



### L'Europe est sur la bonne voie

La trajectoire de croissance de l'Europe n'est pas bonne à court terme ? C'est une certitude mais l'essentiel n'est pas là. L'important est de savoir si les politiques actuelles ouvrent des perspectives à moyen terme et la réponse à notre avis est oui. Les réformes sont inévitables et nécessaires. Mais elles s'accompagnent d'une réelle solidarité européenne et d'un appui assez efficace de la banque centrale. La BCE est engagée sur un double front. Elle a résolu de bloquer le niveau des taux longs des pays périphériques tant que ceux-ci affichent une volonté claire de réforme. Par ailleurs elle facilite grandement le refinancement à moyen terme des banques par des opérations de LTRO à trois ans. En somme, nous ne croyons pas à l'échec du refinancement des Etats périphériques, surtout avec les gouvernements de M. Monti et F. Rajoy nouvellement installés. Concernant le stress bancaire, il devrait continuer à se détendre. Bien sur, les soubresauts seront nombreux et créeront autant d'occasions d'ajuster l'exposition de nos fonds.

La politique économique européenne doit se comprendre comme un pari, qui est de donner le temps aux pays de se reformer et d'en attendre le retour de la confiance des agents économiques. En effet, une fois réformés sur les budgets, les retraites, les sécurités sociales et le marché du travail, les ménages ainsi que les entreprises auront trouvé un nouveau cadre grâce auquel ils pourront se projeter dans l'avenir, consommer et investir. Cette politique économique a un grand mérite du point de vue de l'investisseur : bien comprise par les marchés, elle crée un support puissant. Son principal inconvénient est que le choc de confiance et donc le retour à la croissance économique ne sera pas immédiat. La tendance à la hausse des marchés n'est pas pour tout de suite.

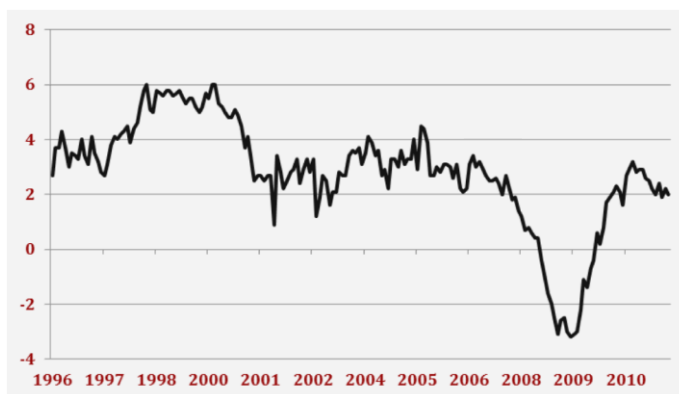
*Le pari économique américain est l'exact opposé du pari européen. Ce n'est pas des réformes que viendra le choc de confiance et la reprise économique. Les USA font le choix du statut quo budgétaire en attendant le retour à la croissance, les réformes ne viendront qu'après.*

### La croissance américaine devrait être résiliente jusqu'aux élections

Elle devrait continuer à progresser à un rythme compris entre 0 et 3% selon les trimestres jusqu'à l'arrivée de la prochaine mandature. Que constate-t-on dans le détail ? La consommation (70% du PIB américain) s'est bien reprise depuis septembre dernier et ce d'ailleurs de façon assez inexplicable puisque les revenus des ménages sont en quasi stagnation. Cette reprise des dépenses n'a pu se faire que grâce à la baisse du taux d'épargne des ménages à un niveau de 3,5%. On voit mal comment il pourrait aller plus bas. La très légère accélération des créations d'emplois permet d'espérer que la consommation tiendra, mais gare à l'excès d'optimisme !

Les perspectives à l'export se détériorent légèrement, la faute à l'Europe, au ralentissement des émergents et à la hausse du dollar.

*La consommation des ménages : elle croît à un rythme modeste sous la contrainte de revenus en faible progression et du désendettement des ménages*



La croissance de l'investissement est retombée de 15 à 5% en rythme annuel. Le budget américain n'a heureusement pour le moment, qu'une faible contribution négative à la croissance de l'ordre de 0,5%.

La croissance américaine est toujours tirée par son principal composant, la consommation des ménages, qui progresse de 2% en 2011 par rapport à l'année précédente.

Cependant, la conjoncture ne permet pas l'accélération du niveau des dépenses des ménages. En effet, le rythme des créations d'emplois stagne à un niveau insuffisant (120 000 emplois créés par mois en moyenne sur un an) et le nombre d'heures travaillées et le revenu horaire ne progressent que faiblement.

Enfin, les ménages ont bénéficié d'importantes mesures de transfert fiscal décidées en 2009 et celles-ci risquent de ne pas être toutes reconduites. Au final, le revenu disponible des ménages devrait progresser à un rythme à peine supérieur à 1%, dans un futur proche. Seule la baisse du taux d'épargne des ménages américains (passé de 6 à 3% en 1 an) permet d'expliquer le maintien d'un tel niveau de consommation. Il est peu probable que des mesures budgétaires drastiques soient prises avant les élections et donc les transferts fiscaux devraient être reconduits en état dans les 12 prochains mois, ce qui nous laisse modérément optimiste pour la croissance de consommation à 2% en 2012.



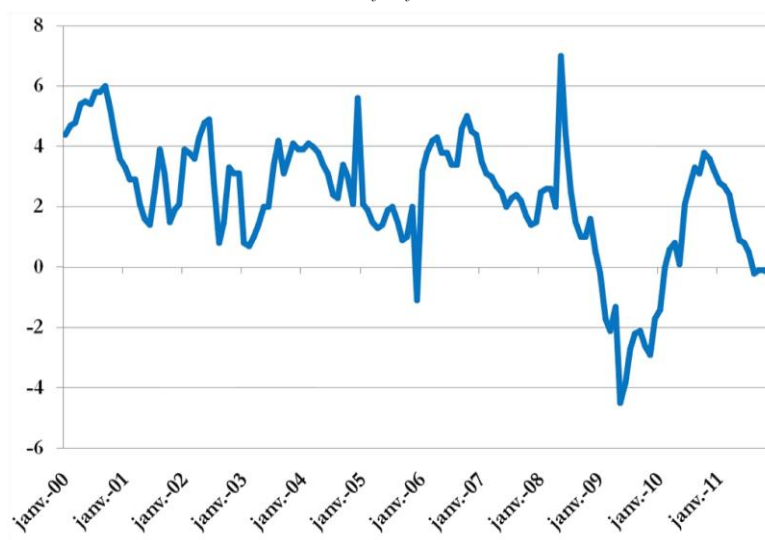
*Baisse du taux d'épargne des ménages : Le rebond de la consommation au 2<sup>ème</sup> trimestre est du uniquement à la baisse du taux d'épargne*

*La trajectoire de croissance de moyen terme reste faible et dépend largement des décisions politiques qui seront prises après les élections.*

Pour bien comprendre la future trajectoire de l'économie américaine, il faut garder en tête que les dirigeants actuels font un pari diamétralement opposé au pari européen. Le principe de base n'est pas la remise en ordre des déficits publics pour créer un choc de confiance, mais le soutien monétaire et budgétaire illimité à l'économie jusqu'à ce que la croissance redevienne auto-entretenue à un niveau suffisant. Pas question donc, pour le moment, de toucher aux transferts fiscaux, car ils permettent le désendettement des ménages américains. Inutile aussi de s'alarmer du déficit budgétaire et de la dette publique, car la réserve fédérale a montré son soutien inconditionnel et offre théoriquement une capacité de financement illimitée. Il est fort probable que jusqu'aux élections, la croissance continuera d'osciller entre 1 et 3%. Mais l'incertitude reste totale quand à la future politique économique américaine après les élections.

Si ce sont les républicains, une réduction violente du déficit est à craindre, avec des effets dépressifs à la clé. Si ce sont les démocrates, une politique d'investissements publics est envisageable, qui serait parfaitement compensée par une réduction des abattements fiscaux aux ménages les plus aisés. Cette deuxième politique risque d'être plus favorable à la croissance, surtout si la FED se manifeste toujours comme le prêteur de dernier ressort à l'Etat américain. Au final, nos décisions de gestion seront influencées par notre analyse du futur scrutin.

*Revenu net des ménages : Il ne croît plus car la masse salariale croît trop faiblement et les transferts fiscaux s'amenuisent.*



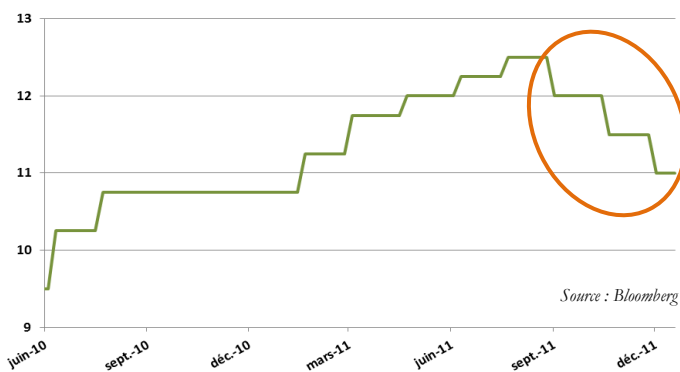
Source : Bloomberg

*Un ré-accelération marginale des économies émergentes est probable, à la faveur de politiques monétaires plus souples et cela soutiendra la croissance mondiale.*

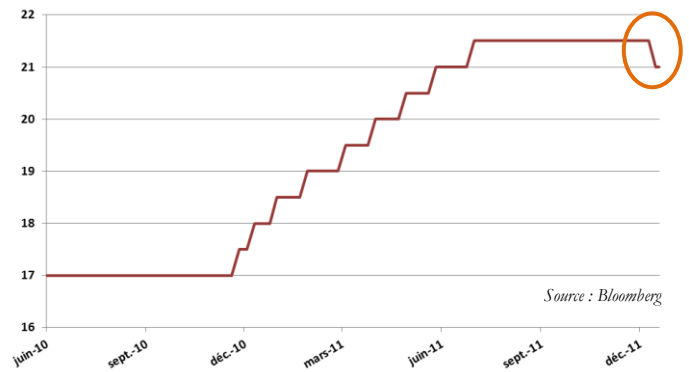
### La croissance dans les pays émergents devrait rester forte

Les pays émergents restent des réservoirs de croissance forte, même si de plus en plus d'indicateurs signalent un ralentissement. Historiquement, à une phase de resserrement du crédit pour contrôler l'inflation, succède aujourd'hui la mise en place de mesures d'assouplissement monétaire pour relancer le cycle économique.

*La baisse des taux de la banque centrale brésilienne indique l'assouplissement des politiques monétaires pour soutenir la croissance*



*La baisse des ratios des réserves obligatoires en Chine signale un assouplissement du crédit et un renforcement de la croissance*

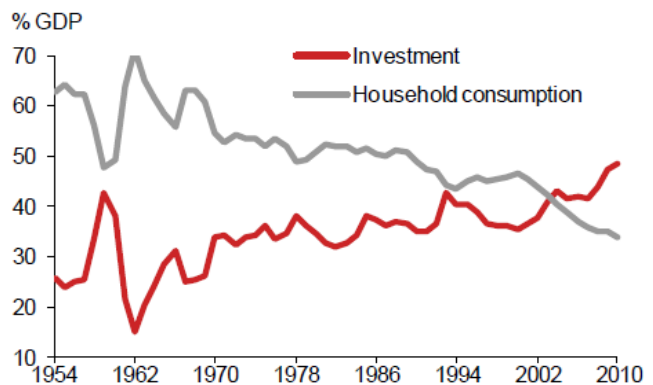


Par ailleurs, les marges de manœuvre restent significatives pour certains de ces pays, qui ont les moyens budgétaires de mettre en place des plans de soutien à leur économie. Toutefois, des plans de grande ampleur (en particulier en Chine) sont très improbables, dans la mesure où il est clair que ceux de 2009 ont conduit à des déséquilibres importants et à des tensions inflationnistes fortes. Il est donc probable que les grands pays émergents se contentent pour l'instant d'un assouplissement monétaire et d'une détente du crédit. Par ailleurs, il est à noter que ces pays font face à une contrainte extérieure forte. Les pays développés sont en net ralentissement et incapables de se livrer à une nouvelle relance monétaire et budgétaire. Les pays émergents ne peuvent donc compter que sur leur propre relance monétaire. Les effets risquent d'être plus modestes que par le passé. Cependant, nous restons optimistes, nonobstant un « hard-landing » chinois.

### Un « hard landing » chinois improbable ?

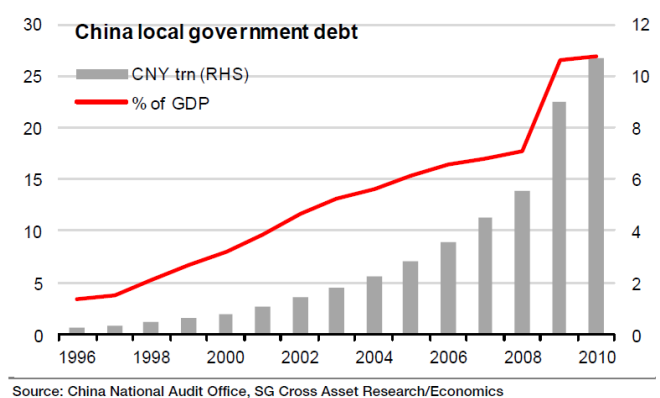
L'économie chinoise est caractérisée par un fort déséquilibre dans la composition de son PIB. Les investissements y occupent une place prépondérante (plus de 50%), ce qui la rend particulièrement vulnérable à l'effusion de sa bulle immobilière et au ralentissement des programmes d'infrastructures.

*La part des investissements dans le PIB chinois approche d'un point haut historique*



Source: CEIC and Nomura Global Economics.

*Tout comme la dette des gouvernements locaux chinois depuis 1996, qui atteint des niveaux historiquement haut*



Source: China National Audit Office, SG Cross Asset Research/Economics

La bulle immobilière chinoise est une source d'inquiétude majeure. En effet, l'immobilier est une composante essentielle de la richesse des ménages chinois (65% des actifs détenus par les ménages selon la Banque Mondiale), les prêts immobiliers occupent une place importante dans le bilan des banques chinoises, la vente de terrains aux promoteurs immobiliers représente la quasi-totalité des sources de financement des gouvernements locaux et le secteur contribue directement et indirectement à plus de 25% du PIB (Source : National Bureau of Statistics of China). Le volume de dette contracté par les gouvernements locaux fait peser un risque sur les bilans bancaires chinois. Les conséquences d'une implosion de la bulle immobilière en Chine sont donc, au mieux, incertaines. Nous faisons le pari que le gouvernement chinois, saura gérer le problème, mais qu'il pèsera marginalement sur le potentiel de croissance.

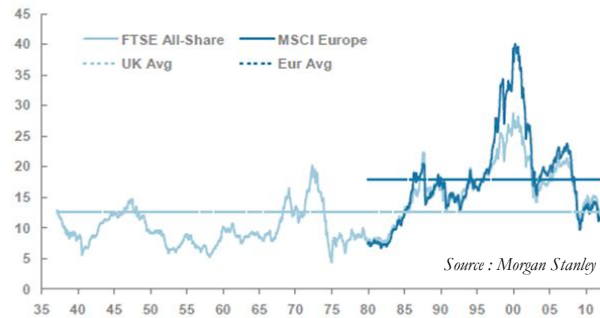
Sur la plupart des marchés d'actions, les valorisations sont devenues objectivement attrayantes et offrent un soutien aux indices.

	PER 2011	PER 2012	PER médian 2012
S&P 500	12,72	11,58	13
CAC 40	9,19	8,8	12 (SBF 120)
DAX	10,08	10	11
Hang Seng	10,41	9,54	11
Bovespa	10,56	9,43	13

Sources : Bloomberg, Alienor Capital (au 06/12/2011)

*Les niveaux sont bas mais les valorisations n'ont pas capitulé*

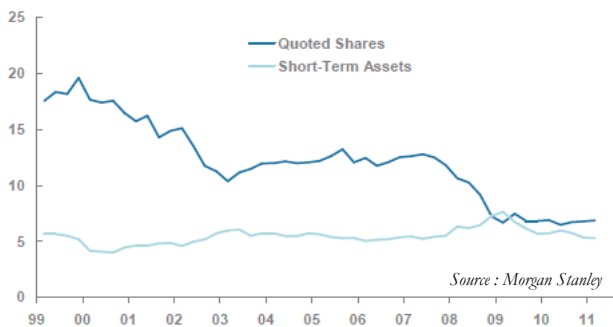
Europe - Shiller Price to Earnings (Latest Eur = 11.3, UK = 12.7)



Source : Morgan Stanley

De plus, les investisseurs finaux sont peu investis en actions, ce qui offre une protection relative contre une liquidation massive.

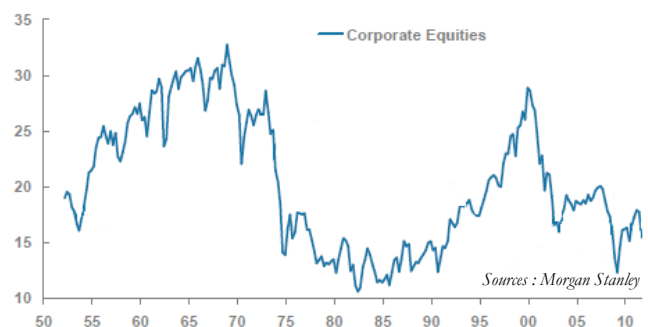
Euro Area Insurance Companies and Pension Funds  
% of Total Financial Assets



Source : Morgan Stanley

*La part des actions dans le portefeuille des investisseurs institutionnels est basse*

US Household and Nonprofit Organizations  
% of Total Financial Assets

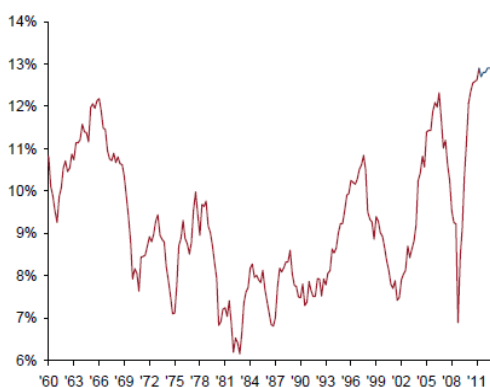


Sources : Morgan Stanley

*La part des actions détenues par les particuliers reste faible*

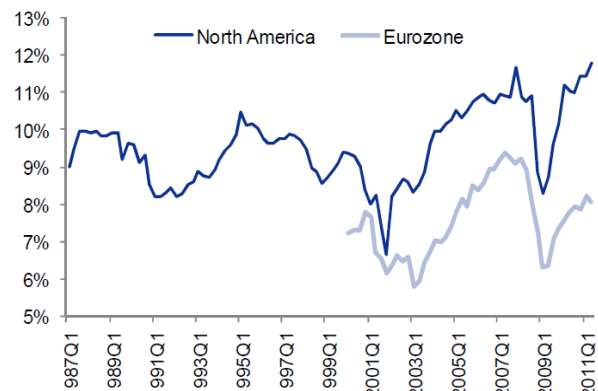
Il faut toutefois tempérer l'optimisme sur les PER bas, par le constat que le E (bénéfices) est à un niveau élevé, porté par des marges structurelles au plus haut de ces 70 dernières années. Cette envolée de la rentabilité des sociétés, depuis les années 80, a été permise par la baisse des taux, la mondialisation (qui a écrasé les prix de revient) et la baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée des sociétés. Ce plus haut structurel va être difficile à dépasser. La croissance des résultats dépend dorénavant essentiellement de la croissance économique nominale.

*La part des profits dans le PIB (USA – ex financières) est au plus haut historique.*



Source: Bureau of Economic Analysis, Credit Suisse

*Les niveaux des marges opérationnelles sont proches de l'optimum (ex-financières)*

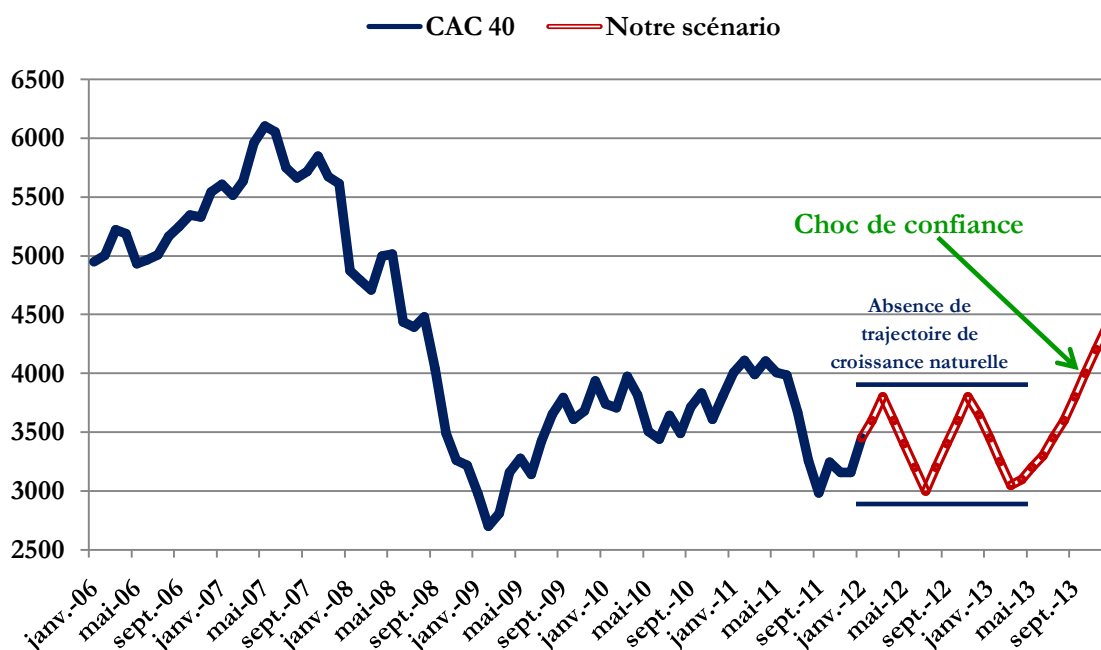


Source : Morgan Stanley

*Nous sommes positifs sur les actions dans le cadre de mini-cycles de marchés, dans lesquels la tactique et la rotation sectorielle auront leur importance. Nous sommes très positifs sur les obligations corporates.*

## Notre scénario sur la trajectoire des marchés

En 2012 et début 2013, les valorisations relativement basses devraient protéger les indices de tout risque de rechute très prononcée (hors évènement particulier et imprévisible). Par ailleurs, les progrès des politiques économiques européennes « même si ce n'est qu'une succession de pas » soutiennent les marchés. Cependant, les marchés devraient être contraints à la hausse par l'absence d'une trajectoire naturelle de croissance en Europe tant que les réformes n'ont pas suffisamment avancé. Ensuite, après un choc de confiance positif, les perspectives devraient devenir plus claires, et une sortie vers le haut est probable.



## Nos axes d'investissements

### Actions :

L'amélioration des statistiques économiques américaines justifie le rebond des indices américains au 4<sup>ème</sup> trimestre. De même, en Europe, la baisse du stress financier suite au soutien de la BCE au secteur bancaire a permis une légère reprise des marchés. Pour autant, les déséquilibres macro-économiques que nous avons abordés ci-dessus militent pour la plus grande prudence et les retours de stress seront légion en 2012 sur les marchés d'actions. Il est à priori impossible de dire quelle sera la raison exacte d'une correction baissière. Mais nous surveillons un certain nombre de paramètres : après l'embellie du deuxième semestre 2011, la croissance américaine risque de rechuter au premier trimestre 2012. Le stress financier s'est fortement réduit en Europe à la faveur du LTRO et des mesures prises par M. Monti et Rajoy, mais il est prêt à revenir. Le pessimisme des investisseurs s'est réduit ce qui rend le marché plus vulnérable, les résultats des sociétés déçoivent. Impossible aussi de donner l'amplitude des mini-cycles, 2-3-6 mois ?

## Actions (suite) :

La seule certitude est qu'il ne faut pas extrapoler les débuts de tendances. Le marché n'a pas de tendance. Un bémol toutefois pour les pays émergents, dont la pente globale reste haussière, même si les mini-cycles y seront visibles.

Une correction des marchés nous semble donc probable d'ici peu. Elle sera ainsi l'occasion de prendre des positions fortes sur des secteurs et des titres à bêta élevé. En effet, des rebonds intermédiaires mais potentiellement importants devraient rythmer l'année 2012. Parmi nos secteurs préférés figurent l'automobile, avec notamment Fiat et Peugeot dans les constructeurs, Valeo et Continental pour les équipementiers. L'industrie devrait également bénéficier des rebonds avec des titres comme Schneider Electric, Rexel ou encore Saint Gobain dont les fondamentaux sont bons. Nous apprécions aussi les sociétés d'ingénierie et de consulting comme Altran ou Alten. Les secteurs de l'assurance et de la banque qui ont été fortement sanctionnés par la crise européenne, seront ainsi des vecteurs de performance. Des titres comme BNP Paribas, Société Générale ou encore Axa devraient bénéficier à plein des rebonds tout comme les holdings telles que Wendel et Eurazeo. Compte tenu des valorisations basses, les opportunités seront nombreuses cette année à condition d'être précis sur les points d'entrée et savoir sortir au bon moment.

Sur les marchés émergents, notre mode d'intervention se fera moins par des titres que par des prises de position sur indices, toujours dans le cadre de ces mini-cycles.

Exemple de surperformance relative de la composante automobile par rapport à l'Eurostoxx 50

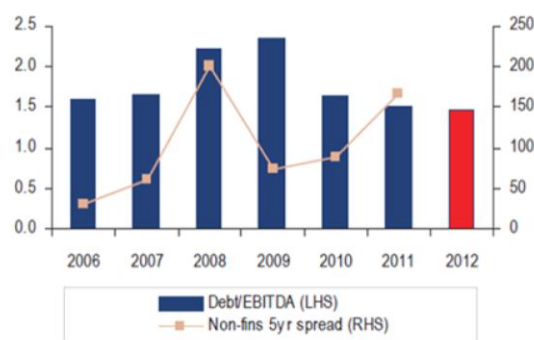


Sources : Bloomberg, Alienor Capital

## Obligations :

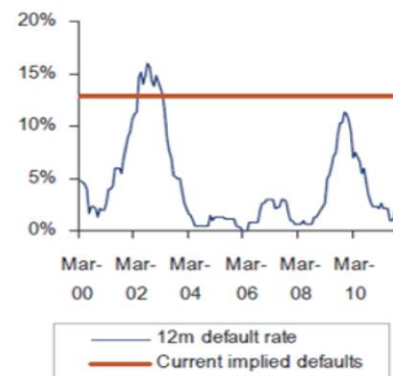
Nous avons assisté depuis l'été 2011 à un très fort écartement des marges de crédit sur l'ensemble des titres obligataires. Dans ces conditions, nous pensons que les rendements proposés actuellement par les obligations corporates sont particulièrement intéressants même si leurs niveaux sont inférieurs à ceux proposés en 2009. Premièrement, nous observons que les bilans des sociétés se sont fortement améliorés depuis 2009 (amélioration sensible du ratio dette nette rapportée à l'EBITDA et du taux d'endettement rapporté aux fonds propres) et leur permettent d'aborder cette nouvelle phase de récession économique dans de meilleures dispositions. Deuxièmement, le niveau actuel des taux de référence qui ont pour leur part atteint des planchers historiques, permettent également aux émetteurs malgré l'écartement des spreads de crédit de se refinancer sur le marché primaire dans des conditions en terme absolu particulièrement intéressantes (10 ans Etat allemand 1.76%, 10 ans swap euro 2.24%). D'autre part sur la partie des titres à haut rendement, nous ne pensons pas que les taux de défaut dans les conditions économiques actuelles vont être amenés à évoluer de manière importante à la hausse or les niveaux de marge observés intègrent déjà un scénario « catastrophe ». Les niveaux de spread actuels rémunèrent donc très bien le niveau de risque du scénario central de marché (récession mesurée en Europe de l'ordre de -1% an 2012, taux de défaut qui augmentent mais restent limités) même si nous ne perdons pas de vue que le bond picking notamment sur les émetteurs « high yield » et la gestion opportuniste des signatures détenues en portefeuille restent des éléments clefs pour 2012.

Chart 14: Non-financials IG leverage (net debt / EBITDA) and non-financial CDS spreads.



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

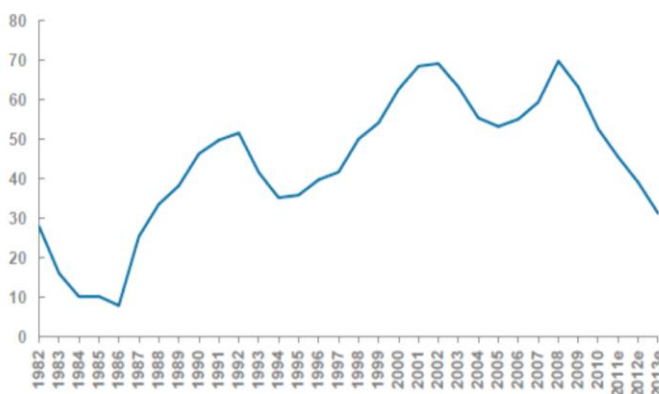
Chart 26: Implied defaults vs. past defaults



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

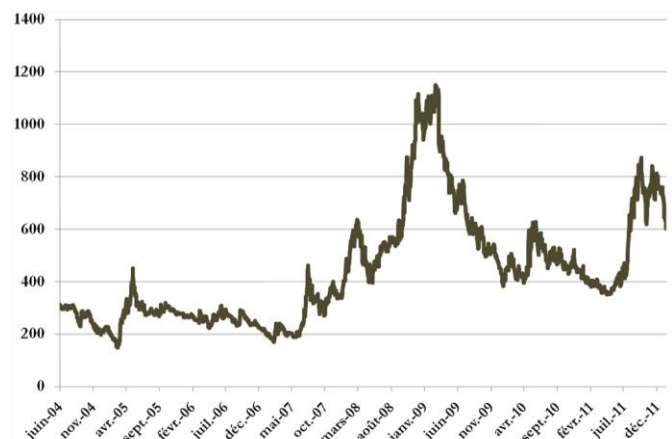
Dans les conditions économiques actuelles, nous ne nous attendons pas à une explosion des taux de défaut des obligations à haut rendement. Les marges de crédit apparaissent donc particulièrement attractives mais nous restons convaincus que le choix des titres reste important.

Taux d'endettement des entreprises européennes (hors financières) par rapport à leurs fonds propres



Source : Morgan Stanley

Crédit à haut rendement : une détente sur les indices synthétiques



Source : Bloomberg

Quelques exemples de titres que nous avons achetés récemment :

Titres	Échéance	Taux
SOCIETE GENERALE - <i>Senior</i>	2016	5,6%
BANK OF AMERICA - <i>Senior</i>	2017	7,9%
SOCIETE GENERALE - <i>Subordonnée</i>	2018	8,6%
REXEL	2016	7,2%
LAFARGE	2016	8,2%
AIR FRANCE	2015	8,9%

*An 08/12/2011*

La stratégie obligataire est prépondérante sur les fonds **Alienor Alter Euro** et **Alienor Patrimoine**. Elle est complémentaire sur Alienor Optimal, le fonds pouvant investir de 0 à 100% en actions.

**Positions accessoires :**

- Couverture du portefeuille obligataire par la vente d'emprunts d'état allemands : nous avons d'ores et déjà couvert nos portefeuilles obligataires, par la vente à terme d'emprunts d'état allemands à 5 ans (BOBL), à un taux de 0,8%. Ce qui revient à transformer partiellement notre portefeuille de taux fixes en portefeuille de taux variables. Si comme nous l'imaginons, le taux des emprunts allemand devait marginalement rebondir, nous gagnerons en plus sur la couverture et ce avec un risque quasiment nul. Cela pourrait ajouter 2 à 3% de performance à nos portefeuilles obligataires.
- Or et actions aurifères : le renforcement des réserves en or des banques centrales émergentes peut porter le cours de l'or à un niveau plus élevé, selon le World Gold Council. Nous entendons en profiter marginalement.

### Alienor Alter Euro

**Moteur de performance principal** : une poche obligataire actuelle de 50%, (qui sera portée à 80%) avec un rendement moyen actuellement supérieur à 6%, afin de créer un rendement embarqué et de profiter du potentiel de valorisation des titres à court-moyen terme. Cette poche obligataire est constituée principalement d'obligations corporates et accessoirement bancaires de première qualité, avec des maturités moyennes comprises entre 4 et 8 ans.

**Moteur de performance secondaire** : une part action oscillant entre 0 et 20% pour capter les « mini-cycles boursiers » haussiers (de durée comprise entre 2 et 4 mois).

Enfin, une exposition aux devises et aux matières premières (or, cuivre, pétrole) pourra également être mise en œuvre en fonction des anticipations de l'équipe de gestion.

### Alienor Optimal

**Moteur de performance principal** : les gérants sont positifs sur les actions mais considèrent que, dans ce marché tactique, le market-timing a son importance. L'exposition variera entre 20 et 80% en fonction de la position dans les mini-cycles boursiers (3-6 mois), que nous considérons comme probables dans les trimestres à venir. Actuellement, le fonds est investi à 10% sur le S&P 500 et à 20% sur le DAX. Cette position a vocation à accompagner le mouvement ascendant dans le mini-cycle boursier actuel, qui ne devrait pas s'épuiser avant un mois ou deux. Cette position est complétée par l'achat de valeurs décotées (principalement cyclique comme Véolia, Alten, Peugeot, Network A...) et par des achats tactiques sur CAC 40 et Eurostoxx et MSCI Emergents.

**Moteur de performance secondaire** : sa poche d'obligations corporates, qui représente 20% (35% au maximum) du fonds en ce début d'année, apporte une diversification avec un rendement embarqué supérieur à 6%.

### Alienor Patrimoine

**Moteur de performance principal** : une poche obligataire actuelle de 50%, (qui sera portée à 65%) avec un rendement moyen visé de 6%, afin de créer un rendement embarqué et profiter ainsi de la valorisation des titres à court-moyen terme. Cette poche obligataire est constituée principalement d'obligations corporates et accessoirement bancaires de première qualité, avec des maturités comprises entre 4 et 10 ans.

**Moteur de performance secondaire** : nous pensons que les marchés européens évoluent dans un tunnel dans lequel il est possible de se positionner dans le cadre de mini-cycles. Dans ce contexte, nous allons exploiter toute la latitude d'exposition aux actions du fonds (0-65%) pour profiter des mouvements de marchés qui vont se succéder en 2012.

### Alienor Emergents Latitude, « 100% investi, sauf si... »

**Moteur de performance** : dans le cadre de notre thèse sur les mini-cycles, nous avons porté provisoirement l'exposition du fonds à 40%, par l'achat de trackers émergents et en gardant une allocation géographique proche sur MSCI Emergents. Nous sommes en effet en phase de reprise temporaire par réduction de l'aversion au risque et sur le constat d'une détente monétaire en Chine, en Inde et au Brésil. De plus, les marchés boursiers mondiaux sont corrélés et la reprise des bourses américaines et européennes facilite la reprise des bourses émergentes.

### Alienor Actions Flexible (PEA), fonds actions à couverture éligible au PEA

**Moteur de performance** : le fonds verra son exposition varier en fonction des mini-cycles attendus. La rotation sectorielle sera aussi prise en compte. Etant plutôt dans phase intermédiaire du mini-cycle (Novembre-Mars ?) le fonds est investi à 90% sur une cinquantaine de valeur sans préférences sectorielles et couvert uniquement tactiquement (entre 0 et 50%). En haut de mini-cycles, le fond sera à nouveau recouvert.