

## RAPPORT DE GESTION TRIMESTRIEL – Septembre 2011



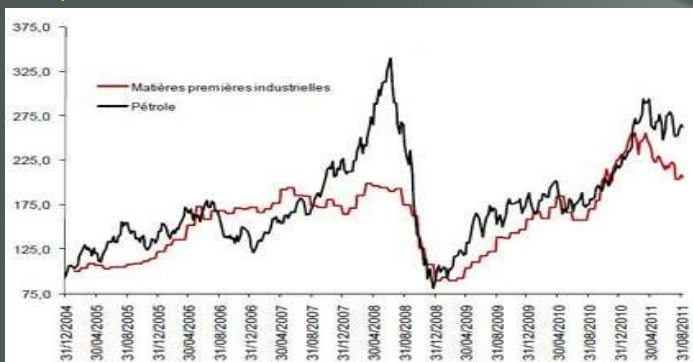
Valérie CAZABAN  
Présidente de Stratège Finance

Le trimestre boursier s'est achevé sur une baisse de 25% pour le CAC40, de 23,50% pour l'Eurostoxx50 et de 14% pour le S&P500.

Les marchés ont été effrayés par la combinaison de craintes, concernant la crise de la dette en zone Euro, la révision des perspectives de croissance américaine avec un risque de retour en récession, et l'amorce du ralentissement de la croissance dans les pays émergents (notamment en Chine).

Le repli s'est accompagné d'une violente hausse de la volatilité, associée à un regain d'aversion au risque. Même les valeurs refuge n'ont pas rempli leur rôle. Les obligations ont beaucoup souffert pendant la période, tandis que l'or a reflué très nettement sur le mois de septembre, perdant 16% sur ses plus hauts atteints en août.

### Prix du pétrole



Source AUREL BGC

### Indices au 30/09/2011

Zone	Indice (Euro)	Variation depuis le 31.12.10
S&P 500	S&P 500	-10.03%
Japon	NIKKEI	- 14.95%
Brésil	BOVESPA	-24.50%
Hong Kong	HANG SENG	-23.63%
Monde	MSCI WORLD	-13.75%
Europe	DJ EUROSTOX 600	-17.98%
France	CAC40	-21.63%
Marché Monétaire	EONIA	+0.70%
Chine	SHANGHAI Comp	-22.17%

Source Bloomberg

Les mouvements de devises ont été tout aussi violents et l'aversion au risque européen a propulsé le dollar sur les niveaux de janvier, entraînant l'Euro dans une baisse de 8% sur le seul mois de septembre.

Le pétrole a perdu 30% par rapport à son point haut, proche de USD 114 le baril de WTI, à la fin du mois d'avril. A cette période, la situation géopolitique dans les pays producteurs d'Afrique du Nord était tendue et le séisme japonais, du mois de mars 2011, bouleversait l'avenir du nucléaire. Aujourd'hui, le WTI se stabilise autour des USD 80 le baril et nous pensons qu'il se maintiendra au delà de ce niveau, dans le futur. Les raisons évidentes sont le développement des pays émergents et le retard pris par les énergies alternatives. Mais le choc, contrairement aux crises pétrolières des années 70 et de la flambée de l'année 2008, sera moins sur la demande que sur l'offre. Les réserves s'épuisent et la visibilité reste faible sur le compte à rebours avant la panne sèche.

## La crise et les banques

La valeur de la dette grecque n'a cessé de baisser depuis le mois de juin et ne vaut plus désormais en valeur de marché, que 40% du pair. Le but, pour les autorités européennes est donc bien de laisser du temps aux banques et aux assureurs, pour s'organiser et reconstituer leurs fonds propres, avant de digérer un provision pouvant aller jusqu'à 100%. Cela aura ainsi le mérite de diluer l'impact qui, au final se révélera supportable, car dans le même temps les bilans profiteront d'une revalorisation de la dette allemande et française (si la note AAA est maintenue).

En attendant, le secteur bancaire concentre les craintes des investisseurs depuis la fin de l'année 2007. Les valorisations relatives et absolues sont aberrantes. Quels que soient les multiples étudiés, les niveaux sont au plus bas.

Pour autant, nous restons neutres sur le secteur. Le risque grec n'est pas, en soi, le plus important sur les valorisations des banques. La décote finale sur la dette grecque, décidée par les instances politiques, sera gérée quelle que soit son ampleur. Mais le risque de contagion, lui, n'est pas mesurable, à ce stade. L'évaluation de son impact sur les fonds propres des banques est impossible.

Mais ce qui semble très clair, indépendamment des actifs considérés « sans risque » dans le bilan des banques, c'est que les fondamentaux du secteur se dégradent.

Les exigences de fonds propres, suite à Bâle III, réduiront, drastiquement, la rentabilité de ces capitaux.

L'imbrication de nos économies modernes étant trop fortes, la moindre défaillance (qu'elle soit politique, juridique, économique) peut faire dérailler la machine si la gouvernance n'est pas adaptée, ce qui est définitivement le problème de la zone euro. Aujourd'hui, les acteurs financiers ne sont donc plus capables d'anticiper.

## La tentation monétaire

Début octobre, la banque d'Angleterre a surpris en annonçant un nouvel assouplissement quantitatif, s'engageant à acheter 75 milliards GBP d'emprunts d'État britanniques sur les 4 prochains mois. L'absence de croissance de l'économie britannique ces 3 derniers trimestres suggère un possible nouvel assouplissement quantitatif début 2012.

En Europe, les décideurs politiques de la zone euro travaillent à un plan pour restaurer la stabilité du système financier européen. Le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) pourrait être renforcé. Tout en conservant le même capital initial de 440 milliards d'euros, il pourrait bénéficier d'un levier lié aux garanties des gouvernements, qui porterait ses moyens à 2 000 voire 3 000 milliards d'euros. Ce mécanisme serait notamment utilisé pour recapitaliser les banques.

On ne sait pas encore ce que penseront les agences de notation d'une telle initiative et comment elles traiteront les garanties apportées.

La BCE, qui a décidé de ne pas baisser ses taux lors de sa dernière réunion a pourtant indiqué qu'il y avait des risques de révision à la baisse de la croissance en Europe.

Le départ de M. Trichet (qui prend sa retraite fin octobre) laissera peut être au nouveau président de la BCE le soin de modifier la politique actuelle et de baisser les taux directeurs.

Dans les pays émergents, l'assouplissement quantitatif n'a pas été salubre. Il a même pénalisé la zone, compte tenu de la dépréciation du dollar, qui a nourri l'inflation.

Pour combattre cette dernière, les banques centrales (Chine, et Inde notamment) ont resserré leur politique pour limiter le risque de surchauffe, induisant un ralentissement.

Pour autant, la forte demande des pays asiatiques et de la Chine en particulier, ne va pas disparaître car les pays européens ne parviennent pas à s'accorder sur une réponse radicale à la crise des dettes souveraines.

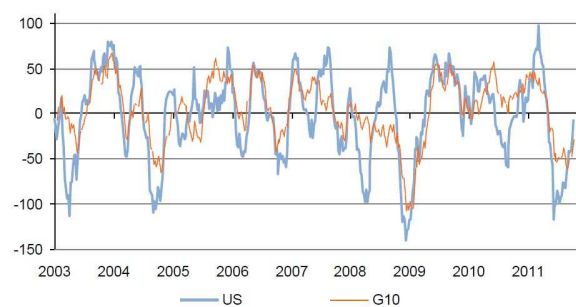
## Les espoirs

Aux États Unis, le marché du travail reste certes difficile et la confiance des ménages est au plus bas, mais les américains consomment encore ! Ils semblent encore très sensibles au recul des prix de l'essence, qui leur offre, ponctuellement, un gain supplémentaire de pouvoir d'achat.

Si une récession reste le risque principal, il y a des raisons de croire à une reprise de la croissance. Les dernières statistiques ont été favorables avec des indicateurs avancés meilleurs que prévu, un redressement de la confiance des petites entreprises et de meilleurs chiffres sur le front de l'emploi.

L'indicateur de surprise économique de Citigroup s'est redressé et les conditions monétaires américaines restent très accommodantes. Une ré-accélération de la croissance au 1er semestre 2012 n'est pas impossible.

Indice de surprise économique en amélioration du 10/10/2011



Source JP Morgan Asset management

Les entreprises sont attentistes, surtout préoccupées par la crise sur les marchés, mais pas vraiment affectées par une réelle dégradation de l'activité économique. Celle-ci reste molle mais ne s'effondre pas. Il suffirait que les marchés se redressent, ce qui passera obligatoirement par une résolution de la crise des dettes en Europe, pour provoquer un choc de confiance positif, qui permettra à l'enquête de poursuivre son redressement. En attendant d'y voir plus clair, les entreprises déstockent.

Et le faible niveau des stocks, source d'optimisme, constitue la grande différence avec 2008.

Lorsque l'on parle de craintes auto-réalisatrices, cela n'est pas sans rappeler le discours inaugural de Franklin D. Roosevelt le 4 mars 1933 (en pleine panique bancaire) quand il déclarait que « *la seule chose à craindre est la peur elle-même* ».

**Notre scénario pour l'Europe reste celui d'une lente convalescence pour l'année prochaine.**

**Cela repose naturellement sur la capacité des États européens à apporter des réponses crédibles à la crise de la dette, afin de restaurer durablement la confiance des ménages, et des investisseurs.**

**Pour le moment, la récession n'est pas selon l'hypothèse la plus probable.**

