

RAPPORT DE GESTION

1er TRIMESTRE 2012



STRATÈGE
finance



RAPPORT DE GESTION 1er TRIMESTRE 2012

Après avoir été orientés à la baisse pendant toute l'année 2011, les marchés actions se sont soudainement redressés en début d'année. Les investisseurs ont retrouvé un certain appétit pour le risque, grâce aux injections massives de liquidités de la BCE, aux statistiques américaines, mieux orientées que prévu et à une meilleure résistance de l'économie de la zone euro.

Nombreuses sont encore les incertitudes planant au-dessus des marchés financiers, et grande la volatilité, conséquence du ralentissement économique attendu et des problèmes de la zone euro.

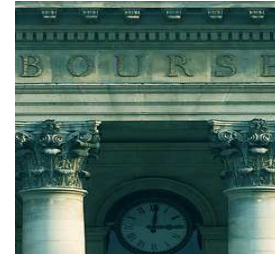
Comme anticipé dans notre précédent rapport, le rebond rapide des indices boursiers a permis de corriger l'excès de pessimisme, en réduisant la décote politique de la dette souveraine en Europe. Le recul de l'aversion pour le risque et l'abondance de liquidités ont effacé une partie du stress des marchés.

Mais ne nous y trompons pas.

Ce rebond repose uniquement sur une amélioration des conditions de liquidités et de financement, obtenues suite à une action concertée des banques centrales.

DON'T FIGHT THE FED*

La Banque Centrale Européenne n'a d'ailleurs pas hésité à rééditer son opération de financement à long terme (LTRO) de décembre 2011 (485Mds Euros) par une nouvelle facilité de 500 Mds d'Euros supplémentaires, le 29 février dernier.



Zone	Indice (Euro)	Perf 2012
USA	S&P 500	12.10%
Japon	NIKKEI	19.30%
Brésil	BOVESPA	13.60%
Hong Kong	HANG SENG	11.60%
Monde	MSCI WORLD	11.28%
Europe	DJ EUROSTOX 50	6.90%
France	CAC40	8.40%
Marché monétaire	EONIA	0.34%
Chine	Shanghai Composite	2.90%

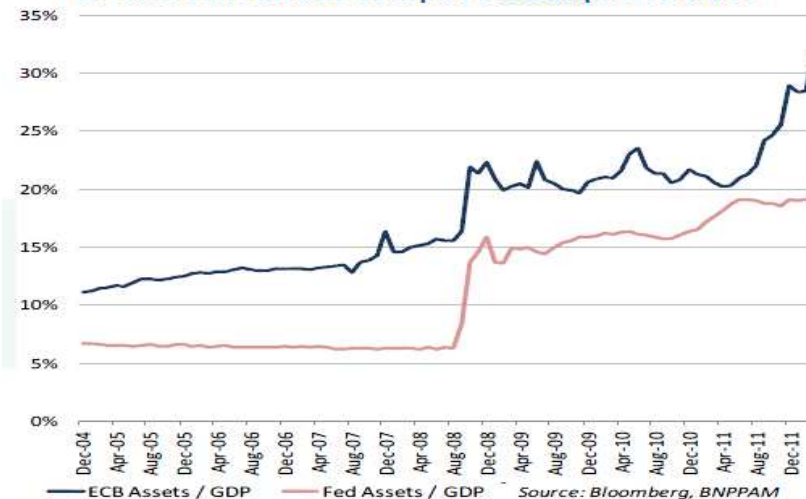
En injectant ces quelques 1 000Mds Euros dans le système, la BCE a enjambé l'interdiction statutaire de rachat des dettes souveraines, en donnant les moyens aux banques de le faire à sa place.

Le résultat ne s'est pas fait attendre : le baromètre des dettes souveraines s'est nettement amélioré.

De 7%, les taux à 10 ans italien et espagnol sont revenus dans la zone des 5%.

Même le Portugal en a profité, avec un taux à 10 ans de 11% contre 17% en décembre dernier.

Un effort considérable de la part des Banques centrales



Les autorités monétaires ont repris les commandes de la zone Euro et réussi leur pari de maintenir les taux à un niveau très bas.

On connaissait l'avertissement *Don't fight the FED*. C'est désormais applicable à la BCE.

Le tour de passe-passe orchestré sur la dette grecque, fondé sur un volontariat plus ou moins consenti des créanciers, a permis d'obtenir une décote de 85% de la dette.

Désormais, la BCE est le bras armé d'une Union Européenne sur la voie du fédéralisme.

Sur le plan boursier, on ne peut que s'en féliciter, puisque les Etats ont été incapables de se gérer eux-mêmes. Aujourd'hui, ils doivent accepter un transfert de souveraineté au profit des institutions européennes, ayant perdu la main sur le règlement d'une crise qui les a dépassés.



POINT SUR NOTRE SCENARIO DE CRISE

Nous avons écarté le scénario d'un éclatement de la zone Euro, peu probable à nos yeux.

Des deux autres scénarii, envisagés fin décembre (rapport de gestion 2^e semestre 2011), se sont précisés, depuis, les contours de celui auquel nous accordions la plus grande probabilité.

En effet, l'Allemagne semble avoir imposé sa vision à l'Europe, qui tente de se réformer pour obtenir, en cas de besoin le soutien de la BCE, des organismes parallèles de pare-feu (FESF et MES) et du FMI.

La crise de la dette s'apaise donc progressivement en Europe, du fait des interventions de la BCE et des efforts des Etats pour réguler leurs déficits publics.

Pourtant, depuis la mi-mars, soit juste après le règlement du cas grec, l'Espagne est revenue sur le devant de la scène.

La Commission Européenne avait jusqu'alors accepté d'assouplir l'objectif de réduction du déficit budgétaire espagnol, à 5,3% du PIB, contre 4,4% précédemment.

Dans une communication peut être hasardeuse, destinée à préparer la zone Euro à la perspective que le pays ne parviendrait pas à afficher l'objectif budgétaire attendu de 5,3% cette année, le gouvernement espagnol a avancé un chiffre de 5.8% pour 2012, qui a mis en émoi les marchés obligataires et fait reculer les marchés actions.

Pourtant, rien de nouveau. L'Espagne a déjà fait beaucoup et doit faire encore énormément pour atteindre ses objectifs. Mais, la dramatisation de la situation, est sans doute une tactique visant à rappeler aux autorités européennes que le pays ne pourra s'en sortir seul, sans la bienveillance de la Commission Européenne et/ou de la BCE.

L'Espagne a, par ailleurs, un peu d'avance, puisqu'elle a déjà fait face à 40% de ses besoins de financement pour 2012.

La BCE a repris le contrôle de la situation et il y a fort à parier qu'elle veillera à ce que les taux espagnols à 10 ans ne franchissent pas durablement la barre des 6%, cette stabilisation devant faire revenir le calme sur les marchés obligataires et aider les indices actions à rebondir.



Les émissions obligataires souveraines de ce début de trimestre illustrent à ce titre, très bien la situation. L'appétit pour le risque n'a pas faibli et l'Italie a émis sans difficulté, même à des taux élevés, 11mrd d'euros de dettes à court terme, sur des échéances de 3 et 12 mois. Alors que l'émission allemande d'une nouvelle souche de 5mrd d'euros à 10 ans au taux de 1,77% n'a pas attiré grand monde.

Preuve que, même si le risque souverain a progressé en cette fin de trimestre dans la zone euro, les investisseurs rechignent à acheter du Bund avec un rendement aussi faible. (1.75% à 10 ans)



Source GROUPAMA Asset Management

Cet enchaînement des faits démontre deux choses intéressantes :

La zone Euro n'est pas statutairement outillée pour éviter une résurgence du risque souverain.

En effet, rappelons qu'il n'y a pas de prêteur de dernier ressort en Europe. La BCE refusant le financement monétaire des Etats, en partie sous la pression de l'Allemagne, qui considère qu'il faut maintenir la pression sur les gouvernements pour que les réformes soient mises en œuvre. (Aléa moral)

Dès lors, des phases de crises, marquées par de fortes montées de l'aversion pour le risque, ne sont pas à exclure.

La BCE gère magnifiquement bien sa communication.

Et lorsqu'un pays (ici l'Espagne) veut s'affranchir de ses obligations en outrepassant ses prévisions de déficit, la Banque Centrale opère un rappel à l'ordre, condamnant cette indépendance mal venue, et annonce illico qu'elle arrête les achats d'obligations du pays. Cela fait partie du jeu. Et pour l'instant cela fonctionne.

Il y a donc fort à parier que, quel que soit le résultat des élections présidentielles en France, en mai, et législatives en juin, la Banque Centrale Européenne et naturellement l'Allemagne, ne soient très vigilantes vis-à-vis d'un programme, qui n'irait pas dans le sens de l'orthodoxie financière demandée.

VALORISATION ET CROISSANCE

L'appréciation des indices boursiers au 1er trimestre a évolué en sympathie avec le niveau des liquidités en circulation.

Elle n'est en rien imputable à une amélioration des perspectives bénéficiaires, qui ont, au contraire, continué de baisser, bien qu'à un rythme moins rapide.

Mais, face aux craintes d'une crise systémique, opérantes à l'automne dernier, les investisseurs ont occulté cette dégradation des anticipations de résultats.

La hausse des valorisations boursières s'est donc effectuée, via une expansion des multiples (PER). Pour que ce mouvement se prolonge, il est impératif que les perspectives bénéficiaires s'améliorent franchement, et donc, que les meilleures perceptions macroéconomiques se traduisent au niveau microéconomique.

Les plans d'austérité budgétaires en Europe entretiennent, depuis le début d'année, une certaine morosité du climat des affaires (hors financières qui bénéficient d'un effet de base favorable).

Nous avons cependant relevé notre anticipation de croissance des résultats des entreprises pour la zone Euro pour l'année 2012, prenant en compte de meilleures perspectives macro-économiques, tirées par les Etats-Unis et les pays émergents.

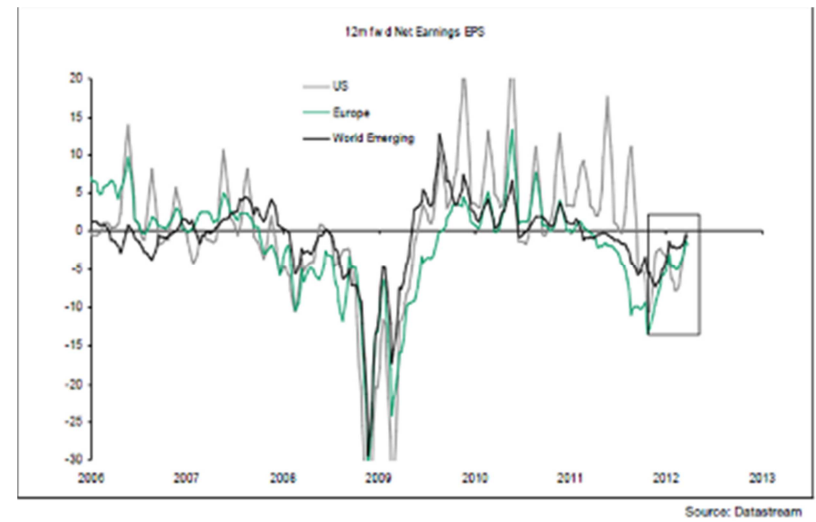
Le consensus attend + 9% de croissance des bénéfices nets par action sur le SP500, + 3% pour l'Eurostoxx 50 et + 6% pour le CAC40

Traduisant cette amélioration, qui ne devrait cependant intervenir qu'en deuxième partie d'année, les Etats-Unis se redressent.

Les indicateurs économiques disponibles militent pour une solide performance des groupes américains sur leur économie domestique. Le recul des taux de défaut sur les crédits immobilier devrait se prolonger grâce à la baisse du taux de chômage.

Les enquêtes auprès de CEO restent positives et ne militent pas pour une « mauvaise » saison des résultats.

Aux Etats-Unis, l'ISM, indicateur avancé, reste élevé, tant pour sa composante Manufacturière (53.4), que pour sa composante Services (58.9) et surtout, l'ISM de l'Emploi est au plus haut depuis juin 2011 (56.1)



Consensus à 12 mois des bénéfices attendus



<http://www.stratège-finance.com>

infos@stratège-finance.com

27 rue de Berri 75008 PARIS

TEL : 01.53.53.06.53 / FAX/ 01.53.53.06.50



STRATÈGE
finance