

Madame, Monsieur,

Les révolutions arabes, la catastrophe de Fukushima et la dégradation de la note souveraine des Etats-Unis auront marqué l'année 2011 mais c'est l'aggravation de la crise de l'endettement de la zone euro qui aura retenu le plus souvent l'attention des marchés.

Au cœur de la tourmente, les marchés d'actions européens auront été les grands perdants de cette année boursière dont l'indice MSCI Eurozone qui perd 17% sur l'année. L'année a été ponctuée par de multiples sommets européens « de la dernière chance » mais aucune solution « satisfaisante » n'a été trouvée. La crise s'est finalement propagée à l'Italie et à l'Espagne. Tout n'est pas noir cependant car si le sommet de Bruxelles de début décembre n'a bien entendu pas réglé l'ensemble des problèmes accumulés par l'Europe depuis des années, il en est sorti quelques propositions crédibles qui peuvent contribuer à stabiliser la zone euro. Parmi ces dernières, la gestion du futur Mécanisme Européen de Stabilité par la BCE est de nature à renforcer le rôle de l'institution de Francfort dans la résolution de la crise. Même si M. Draghi refuse officiellement de se lancer dans une politique monétaire « non conventionnelle » de grande ampleur, il n'en demeure pas moins que les taux d'intérêt ont été réduits par 2 fois en un mois pour atteindre 1%, et que des mesures très significatives de soutien au financement des banques par la BCE ont été annoncées.

L'indice MSCI Emerging markets perd 15 % sur l'année. Ces performances décevantes ont notamment pour cause le ralentissement économique dû aux resserrements monétaires eux-mêmes provoqués par une inflation élevée dans ces pays. L'indice Nikkei perd aussi 17% en 2011 ; seules les actions américaines sortent leur épingle du jeu en terminant l'année à l'équilibre.

L'Euro s'est déprécié par rapport au dollar ; sur l'année il est passé de 1.34 à 1.29. On peut s'étonner que la dépréciation ne soit pas plus forte au vu des difficultés majeures auxquelles cette monnaie doit faire face.

Situation économique :

En vue de diminuer les déficits budgétaires et de ramener le pourcentage des dettes publiques par rapport au PNB à des niveaux plus acceptables et soutenables, les dirigeants européens, principalement en Europe du Sud, ont imposé des plans d'austérité drastiques. Ces mesures commencent à peser fortement sur la croissance de la zone euro et l'entrée en récession devient maintenant plus que probable.

La situation des banques européennes pourrait aussi affecter négativement l'économie de la zone euro. Gorgées d'obligations d'Etats « PIIGS », et devant faire face à des nouvelles réglementations prudentielles plus contraignantes, les banques européennes ont un besoin de recapitalisation massif. Plutôt que d'augmenter leur capital dans des conditions défavorables, les banques pourraient être tentées de diminuer la taille de leur bilan. En d'autres termes de diminuer leur financement de l'activité économique.

L'activité aux USA semble se maintenir à un niveau de croissance satisfaisant. Le taux de chômage à reculé au niveau de 8.6 % et cette diminution participe à l'amélioration de la confiance des consommateurs observée ce dernier trimestre.

Les pays émergents sont en phase de ralentissement. Cependant, si la politique monétaire restrictive dans les pays émergents les a pénalisés en 2011, la baisse des tensions inflationnistes devrait permettre un assouplissement monétaire plus favorable en 2012.

Marchés :

Prévoir l'évolution des marchés en 2012 s'avère particulièrement difficile vu le niveau élevé d'incertitude. D'autant plus que l'évolution dépend en grande partie de décisions politiques alors que l'année 2012 est une année d'élection pour de nombreux pays.

En Europe, le dividende de l'indice MSCI Europe ex Financials se monte à 4.4% en 2011 et le P/E 2011 de cet indice est à 11. Dans l'absolu ces ratios sont assez attractifs. Cependant dans un scénario « catastrophe » de non-résolution de la crise de l'Euro (avec une sortie de pays de la zone et/ou des faillites bancaires) les bénéfices des entreprises plongeraient et les cours aussi. Ce risque pèse bien sûr sur les valorisations. Enfin on signalera que les perspectives de croissance des bénéfices sont plus modérées que par le passé et cela justifie probablement un P/E plus faible que ceux observés ces dernières décennies.

Cela n'empêche pas que les entreprises sont en général saines financièrement avec des niveaux d'endettement limité et des liquidités importantes qui devraient assurer les dividendes futurs.

Dans un environnement de croissance « molle » et de rareté de titres offrant un rendement satisfaisant, les entreprises solides offrant des dividendes stables et élevés restent un thème favori. Par ailleurs, la récente réduction de la volatilité sur les principaux indices boursiers pourrait être un des premiers indicateurs avancés de la fin du mouvement baissier enclenché sur les marchés depuis le début de l'été.

Les marchés émergents offrent aux yeux d'une majorité d'analystes de bonnes perspectives. Les fondamentaux en termes de croissance et en termes de niveaux d'endettement sont sensiblement plus favorables que ceux des pays développés et la valorisation est attractive.

Face à des taux monétaires qui resteront très bas pour longtemps, nous restons convaincus que les obligations d'entreprises privées de la zone euro présentent un couple risque-rendement attractif et sont plus que jamais une alternative crédible aux emprunts d'Etats. Les obligations des pays émergents offrent aussi des rendements satisfaisants.

Nous vous souhaitons une excellente année 2012.

Rédigé le 11 janvier 2012.

Pierre le Hardÿ de Beaulieu

Fabrice du Chastel

Sébastien Lippens