

Lettre Mensuelle d'Entheca Finance

Une zone européenne convalescente et soumise aux aléas politiques de ses membres

Le chemin parcouru par la Zone Euro en 2012 a permis aux marchés actions de la zone d'enregistrer de très belles performances en 2012 (+15% environ). Peu d'investisseurs auraient pensé en mai 2012 que six mois plus tard, la Zone Euro serait sauvée avec l'action combinée de la BCE (1^{ère} étape) et la mise en place du MES par les institutions européennes (2^{ème} étape).

1^{ère} étape : Début juillet, Mario DRAGHI annonce que la BCE fera tout ce qui est nécessaire pour sauver l'Euro. Le plan OMT (Outright Monetary Transactions) est mis en place : il s'agit de financer, pour des montants **illimités**, les pays de la Zone Euro qui en feraient la demande auprès de la BCE. La contrepartie à ce financement par la BCE est un engagement de ces pays à suivre un chemin budgétaire vertueux.

2^{ème} étape : Les mois de septembre et d'octobre ont été chargés pour les institutions européennes qui ont finalement réussi à mettre en place le MES (Mécanisme Européen de Stabilité) qui se substitue au FESF et qui permet de doter la Zone Euro d'un pare-feu de 700 milliards d'euros pour aider un pays en difficulté.

Ces deux actions ont provoqué un retour progressif de la confiance envers la Zone Euro en réduisant la prime de risque dont elle souffrait depuis 2 ans ; l'effet sur les marchés s'est traduit par une baisse des taux des pays périphériques réduisant ainsi l'écart avec l'Allemagne, une hausse de l'Euro par rachat des positions vendeuses et par retour des capitaux sur la zone et enfin par un rattrapage boursier des pays malmenés depuis 2 ans : France, Espagne, Italie...

Cet environnement porteur pour les actifs risqués ne doit pas nous faire croire que tout est résolu au sein de la Zone Euro. Le consensus actuel très optimiste sur le thème « les taux sont bas donc les actions doivent monter » est trop simpliste et nous pensons que la hausse des marchés ne se produira réellement que lorsque les fondamentaux (croissance économique et résultats des entreprises), qui guident les marchés, se seront améliorés, ce qui n'est pas encore le cas en Zone Euro. Les banques centrales ne peuvent à elles seules assurer la hausse des marchés, le relais devra être pris par l'activité économique si l'on veut investir sereinement.

Du côté de la croissance, l'économie mondiale fonctionne plutôt bien. L'économie américaine redémarre avec l'amélioration de l'emploi et de l'immobilier et, de ce fait, de la consommation privée. Les indices ISM manufacturier et non-manufacturier ressortent respectivement à 53,1 et 55,2 points montrant le bon dynamisme de la zone.

Dans les économies émergentes, la Chine confirme son rôle de locomotive et les derniers indicateurs montrent un retour de la croissance : l'indice PMI manufacturier pour le mois de janvier est ressorti à 50,4 points tandis que l'indice PMI non-manufacturier s'établit à 56,2 points.

Du côté européen, la situation est plus complexe et, même si l'Italie et l'Espagne semblent avoir touché le fond et redonnent espoir à la zone, la France décroche à son tour par rapport à son voisin allemand : les indices PMI pour le secteur non-manufacturier publiés pour le mois de janvier sont ressortis à 42,7 points en France et 55,7 points en Allemagne. Les chiffres français sont maintenant inférieurs à ceux de l'ensemble de la zone euro (Espagne : 47,0 points ; Italie : 43,9 points). Le cas français sera certainement un sujet d'inquiétude ultérieure si notre économie reste à la traîne.

Le Japon qui nous a habitué à deux décennies de déflation change radicalement sa position. Avec l'arrivée du nouveau premier ministre, Shinzo Abe, la Banque du Japon change d'attitude et redonne de la compétitivité à son économie en orchestrant une dévaluation compétitive du Yen (-33,78% pour le Yen contre Euro depuis juillet 2012 ; -20,31% pour le Yen contre US Dollar depuis octobre 2012).

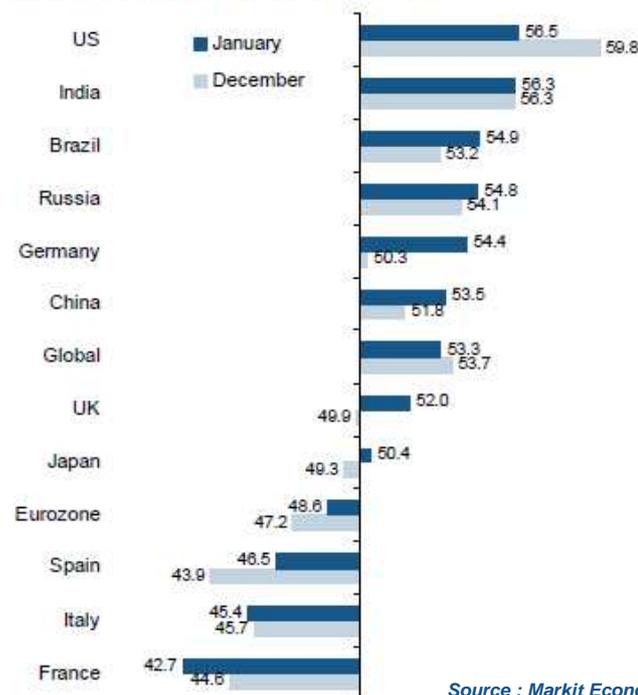
Ainsi le fragile équilibre qui commençait à se dessiner en fin d'année est remis en cause et « l'Euro faible » redevient « l'Euro fort » pénalisant une zone endettée et en quasi récession.

Remarque : Classement des pays selon le niveau de leur indice de croissance : pour rappel, un indice supérieur à 50 signale une expansion de l'activité alors qu'un indice inférieur à 50 reflète une contraction de l'activité, voire une récession.

Le cas français n'est pas réjouissant.

Countries ranked by all-sector PMI in January

Composite PMI, 50 = no change on prior month



Du côté des entreprises, les résultats sont satisfaisants aux Etats-Unis alors qu'en Europe, notre perception est celle d'une bonne résistance du résultat (les entreprises ont su contrôler leurs coûts et réaliser des gains de productivité) mais le chiffre d'affaires est en-deçà des attentes et surtout, les perspectives sont annoncées prudentes.

Valorisation et croissance bénéficiaire des marchés :

MSCI Europe			
	2012	2013	2014
P/E	13,2 x	12 x	10,8 x
Taux de croissance des Bénéfices par Action	-3%	10%	11%
Taux de rendement	3,60%	3,80%	4,10%
Taux de croissance des dividendes	0%	5%	9%

MSCI USA			
	2012	2013	2014
P/E	14,6 x	13,6 x	12,2 x
Taux de croissance des Bénéfices par Action	3%	8%	11%
Taux de rendement	2,10 %	2,30%	2,40%
Taux de croissance des dividendes	13%	9%	6%

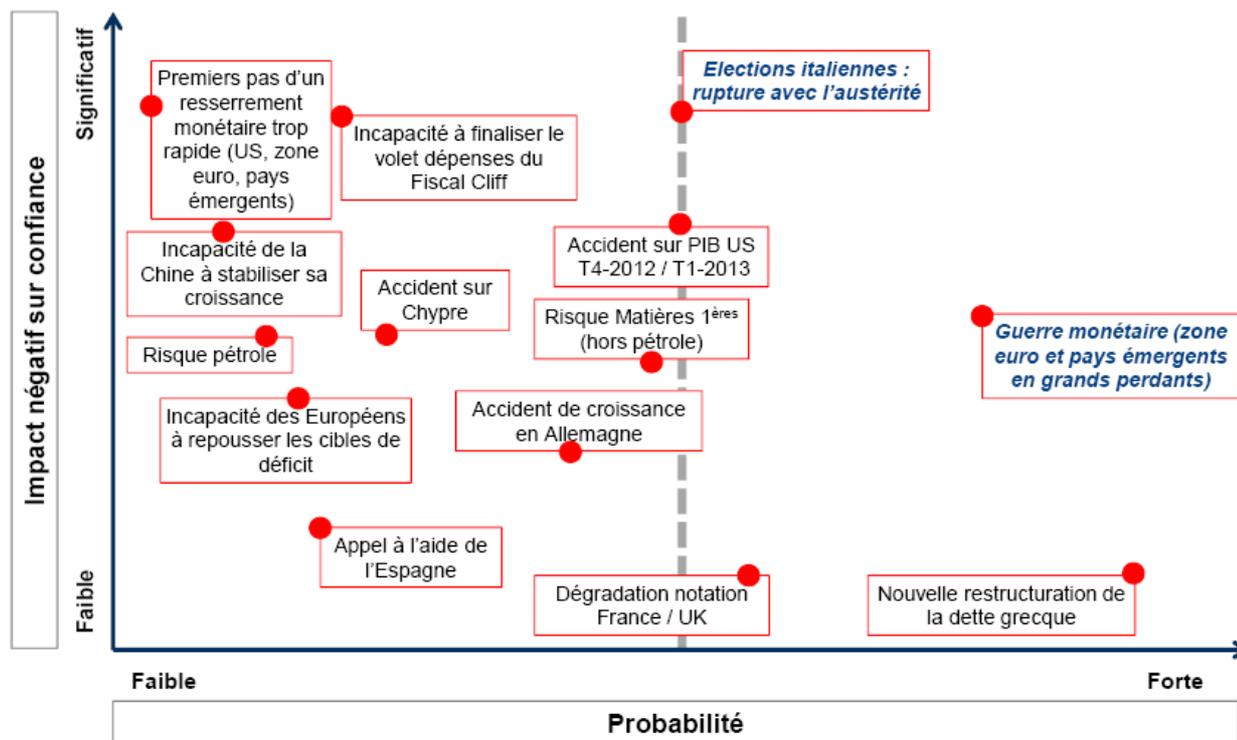
N.B. : En Europe, la masse bénéficiaire n'aura donc pas progressée en 2012 (-3%)

En synthèse, au vu des avancées de la Zone Euro en 2012, nous pensons que les flux vont revenir sur les marchés d'actions pour rechercher du rendement devenu inexistant sur les taux ; mais le chemin de la performance ne sera pas linéaire (cf. Cartographie des risques – Source : CM-CIC Securities) et une envolée des marchés ne peut se faire que si la zone européenne dans son ensemble montre des signes tangibles de redémarrage. Le risque politique en Zone Euro est toujours présent et avec la montée du chômage, les leaders politiques italiens et espagnols devront arbitrer entre les marchés et leurs électeurs pour poursuivre l'assainissement de leurs comptes publics. Dans ce contexte, nous continuons pour nos investissements actions d'être très diversifié internationalement (sans risque de change) en recherchant les pays et les valeurs avec de la croissance (Japon – USA – Chine). Pour nos placements de taux, nous privilégions les émetteurs de notation BBB à BB sur des échéances à 3 ans. Ce segment de marché entre les notations Investment Grade et Haut Rendement est appelé *cross-over* et permet de profiter d'opportunités de rendement intéressantes pour des investisseurs privés.

Christophe Brulé

Achevé d'être rédigée le 08 février 2013

Cartographie des risques



Source : CM-CIC Securities

Performances des marchés - Février 2013

Indices globaux	31-janv.-13	var. depuis le 31/12/2012	var. 2013
MSCI World AC en €	154,47	1,63%	1,63%
MSCI Europe en €	142,03	2,80%	2,80%
DJ Euro Stoxx 50 en €	2 702,98	2,54%	2,54%
MSCI Emerging Markets en dev. loc.	47 344,09	1,31%	1,31%

Indices par pays	31-janv.-13	var. depuis le 31/12/2012	var. 2013
DJ Indu Average	13 860,58	5,77%	5,77%
S&P 500 Index	1 498,11	5,04%	5,04%
CAC 40 Index	3 732,60	2,51%	2,51%
Nikkei 225 Index	11 138,66	7,15%	7,15%
Hang Seng Index	23 729,53	4,73%	4,73%

performances exprimées en devises locales

Devises		31-janv.-13	var. depuis le 31/12/2012	var. 2013
Euro Dollar	€ / \$	1,3553	2,80%	2,80%
Euro Yen	€ / ¥	123,3910	8,59%	8,59%
Dollar Yen	\$ / ¥	91,70	5,77%	5,77%

Matières premières	31-janv.-13	var. depuis le 31/12/2012	var. 2013
Baril de Pétrole en \$	97,49	6,18%	6,18%
Or	1 664,75	0,05%	0,05%

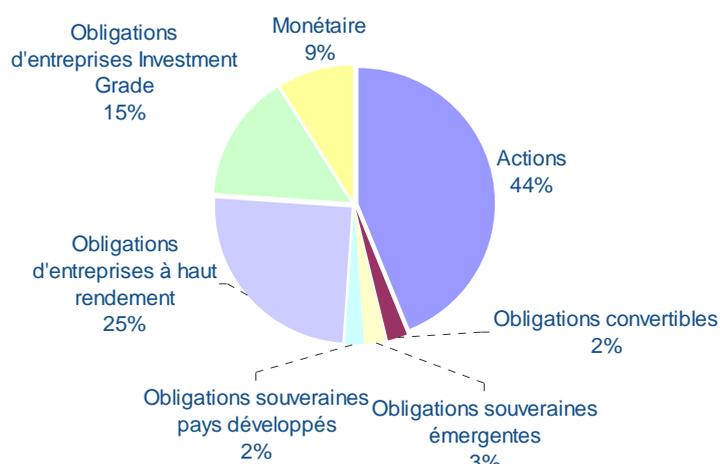
Taux	USA	Euro	Japon
Taux directeurs des Banques Centrales	0,25	0,75	0,10
Taux du marché monétaire (Libor 3M)	0,30	0,15	0,17
Taux des emprunts d'Etat à 10 ans	1,99	1,68	0,75

Sources Reuters

Performances de nos fonds

	var. depuis le 31/12/2012	2012	2011	2010	2009
Entheca Régularité Part I	-0,03%	1,70%	1,05%	1,28%	2,35%
Entheca Pérennité Part I	1,48%	8,28%	-4,18%	7,12%	10,90%
Entheca Rareté	2,99%	15,15%	-9,14%	8,39%	16,41%
Entheca Top European Manager Part R	4,51%	15,48%	-11,33%		

ALLOCATION D'ACTIFS TYPE	classes d'actifs	Evolution mensuelle	Ventilation
Actions		↓	44%
Obligations convertibles		→	2%
Obligations souveraines émergentes		→	3%
Obligations souveraines pays développés		→	2%
Obligations d'entreprises à haut rendement		↗	25%
Obligations d'entreprises Investment Grade		↘	15%
Monétaire		↗	9%
Alternatif		→	0%
Position en Dollars		↘	8%



ACTIONS	+	↘
Choix géographiques	Pondération	Evolution mensuelle
Etats-Unis	+	→
Europe	+	→
Zone Euro	+	↘
Japon	++	↗
Pays émergents	+	→