

## Quatrième trimestre 2011

Le trimestre a connu cinq mouvements assez violents dont trois sur les cinq dernières semaines, tous provoqués par des décisions politiques européennes. Des statistiques américaines meilleures que prévues, l'augmentation de 75 Mds£ de l'assouplissement quantitatif britannique et surtout les clarifications concernant le plan de sauvetage de la Grèce et son impact sur les banques, ont poussé le mois d'octobre sur un point haut trimestriel de 3368 points, soit une hausse de +13%. La décision du Premier Ministre grec de soumettre ce plan au peuple grec par référendum et l'incapacité des européens à expliquer la méthode de renforcement du FESF enclenchent ensuite une forte baisse que ni les changements de gouvernement en Italie, en Grèce et en Espagne, ni l'abaissement de 25 points de base des taux directeurs de la BCE ne parviennent à contenir. Les taux obligataires se tendent fortement et le CAC touche le 24 novembre un point bas trimestriel à 2822.3 points, soit une baisse de -16%. Suite à l'assouplissement monétaire chinois, aux anticipations du pacte de stabilité européen et à l'action concertée des grandes banques centrales pour apporter de la liquidité en devises étrangères aux banques, les marchés rebondissent violemment et s'adjugent +13% en 6 séances. Mais les agences de notation estiment les avancées insuffisantes pour endiguer la crise : les marchés perdent -7% en 7 séances. Il faudra attendre l'opération de refinancement à 3 ans de la BCE pour que les marchés se stabilisent et reprennent +6%.

La pression inepte mise à la fois par les autorités de régulation et les marchés sur le système bancaire, notamment français, a fini par affecter l'économie réelle. Les tensions sur le crédit et l'angoisse générée chez le consommateur européen ont provoqué un commencement de récession sur le continent. Heureusement, les dernières mesures prises par la BCE montrent un soutien, tardif mais réel, aux banques européennes, étouffées par la défiance américano-asiatique et les obligations réglementaires malvenues et contre-productives. Dans une cacophonie médiatique totale, l'Europe parvient à se recentrer et améliore sa cohérence interne, utilisant comme levier le message des marchés obligataires, comme en Italie, ou le risque d'exclusion, comme en Grèce. Si le rebond de l'économie américaine a été relativement ignoré, les premiers signes d'une stagflation en Inde, au Brésil ou en Chine ont également affaibli les marchés.

Face à l'instabilité du contexte, nous avons soldé les actions japonaises et réduit l'exposition asiatique, pour des positions plus protectrices comme les convertibles, la sécurité, la santé et les mines d'or. Nous avons pris des bénéfiques sur les actions allemandes, les télécoms, les céréales, la volatilité et la dette asiatique. La majorité des actifs financiers présentent des décotes historiques qu'une normalisation des taux longs italiens permettrait de réduire. Dans l'intervalle, nous conservons une diversification élevée.

## Les positions des gérants

Marc Renaud (**Mandarine Gestion**) évite les valeurs cycliques liées à l'économie européenne et reste investi sur des financières dans l'attente d'un rebond. Il profite de niveaux très bas du marché pour acheter les sociétés exportatrices vers les pays émergents. Jean-Charles Mériaux (**DNCA**) conserve une prépondérance de titres défensifs, représentant 58% de Centifolia, mais allège les sociétés ayant un levier d'endettement élevé au bénéfice de titres aux passifs plus équilibrés. Didier le Menestrel (**Financière de l'échiquier**) renforce les valeurs du portefeuille qui bénéficient du développement de l'Amérique Latine: Rallye, Prosegur, Bic, Sodexo, Zodiac. Compte tenu des incertitudes sur la crise européenne, Edouard Carmignac (**Carmignac gestion**), qui a toujours massivement recours aux instruments dérivés, couvre 80% de sa poche actions, élargit sa palette d'instruments de gestion du risque de crédit aux CDS et renforce la sensibilité taux du fonds à 6.5 ans.

## Economie USA

La classe politique américaine persiste à dépasser en médiocrité son équivalent européen grâce notamment à un parti républicain en plein délitement : erreurs de casting pour les présidentielles, départ sans gloire de l'Iraq, négociations dangereuses et perdues avec le gouvernement, ... Pourtant, l'économie locale retrouve de la vigueur, s'appuyant sur les deux problématiques soulignées dans cette lettre depuis trois ans : le secteur immobilier retrouve la croissance en volumes et le chômage surprend à la baisse. Dans un monde inquiet, ces statistiques justifient un différentiel de performance massif entre les actions américaines et les autres.

### Europe

Les gouvernements espagnol, italien et grec ont été changés ce trimestre, mais les commentaires varient peu. Les plans d'austérité se succèdent en Espagne, en Italie et en Grèce, mais leurs marchés obligataires s'enfoncent toujours, accompagnés dans une moindre mesure par l'ensemble de la dette eurolandaise. Les agences de rating dégradent depuis neuf mois chaque semaine états et banques, menaçant désormais les bons

élèves de la zone euro. Les pressions réglementaires et boursières sur les banques ont logiquement réduit l'offre de crédit en zone euro et la récession guette. La gestion illisible du cas hellène stigmatise les errements politiques et ne fournit pas aux investisseurs de cadre réglementaire stable.

### Asie

Le Japon ne peut suivre le rebond, freiné par sa devise trop forte et perd -2.8%, tandis que l'Asie récupère 3.1%, mais sans cohérence. Si Taiwan, Singapour et la Chine continuent leur descente aux enfers perdant de -2.1 à -7.7%, Hong-Kong récupère un peu de son écroulement précédent avec +4.8%, de même que la Corée +4.2%. On notera l'écart majeur de performance entre les actions chinoises et l'indice hongkongais des entreprises chinoises qui bondit de 11.4%.

### Emergents

La reprise des émergents : +4.1%, est amoindrie par quelques faiblesses marquées. L'Europe de l'Est -3.6% cumule la proximité de la zone euro et des devises inquiétantes. L'Inde -6.1% est un des rares marchés pour lesquels septembre n'a pas constitué un point bas.

La Russie +3% et le Moyen-Orient +0.1% semblent être sanctionnés pour leur risque politique. A contrario, l'Afrique du Sud +7.8% et le Brésil +8.5% rebondissent significativement. De même, le Mexique +10.7% profite de la reprise américaine. Les marchés des économies plus locales rebondissent nettement : +7.7% pour l'Indonésie, +11.9% pour la Thaïlande, +10.3% pour la Malaisie.

### **Inflation**

L'inflation américaine a ralenti comme attendu à +3.4%, mais l'inflation en France +2.7% et en zone euro +2.8% augmente, malgré la faiblesse des prix de l'énergie et des céréales. Car l'inflation dite « core » (hors denrées alimentaires et énergie) progresse sur les deux continents avec +2.2% aux USA et +1.6% en zone euro. Le Royaume-Uni ne parvient pas à maîtriser un niveau d'inflation totale toujours élevé de +4.8% malgré la solidité de la livre sterling. L'inflation des pays émergents reste très élevée en Inde et au Brésil malgré des croissances déclinantes et des taux d'intérêt très élevés. Seule la Chine semble avoir réussi à maîtriser la hausse des prix.

## **M**archés

### **Actions**

La problématique de l'endettement des états a perturbé le trimestre et les rebonds ont été proportionnels à la santé des marchés obligataires respectifs. Ainsi Espagne +0.2% et Italie +1.7% sont bloqués, la France +6% décolle et l'Allemagne améliore avec +7.2%. Puis la Suisse +7.3%, l'Angleterre +8.6% et la Suède +8.5% paradent. Le MSCI world +10.7% profite de l'insolente santé américaine : +11.1%. L'indice large européen +8.1% accentue son avance sur l'indice étroit de la zone euro +6.3% affaibli par le secteur financier.

Le rebond a été très partial, privilégiant les cycliques lourdes avec des progressions à deux chiffres pour

l'énergie +18.6%, la chimie +13.3% et les matières premières +12.9%. D'autres cycliques ont été favorisées : construction +8.5%, industrie +9.9%, médias +9.4%, loisirs +8.2%, distribution +8.1%. Les exportateurs au sein des défensives ont brillé : santé +10.4%, agroalimentaire +11.1%, produits domestiques +12.1%. A contrario, les activités domestiques ont été négligées et progressent moins comme l'immobilier +1.5%, l'assurance +5.6%, la technologie +3.6%, les télécoms +3.7% ou les services aux collectivités -2.1%. Au rang des punis figurent l'automobile +4.3% et les banques -0.8% dont les valeurs ont été extrêmement volatiles durant toute la période.

### **Taux d'intérêt**

La pente de la courbe des taux entre le 2 ans et le 10 ans aux US a réussi à baisser encore à 1.27% avec un taux 10 ans qui bat de nouveaux records grâce aux flux massifs d'achats de dollar : 1.6%. La pente de la courbe allemande a nettement augmenté à +1.6%, car le nouvel effondrement des taux courts lié à une anticipation de taux nuls à court terme a largement compensé la légère baisse des taux longs : 1.8% sur le 10 ans, seul refuge pour les investisseurs, malgré quelques tensions récentes sur le bund.

### **Crédit**

La situation n'a commencé à s'améliorer qu'au mois de décembre avec des performances positives pour toutes les dettes privées. Les rendements actuariels sont extrêmement élevés, notamment pour les entreprises espagnoles ou portugaises, les banques ou les assureurs. Les offres d'échanges se sont multipliées sur les subordonnées bancaires, démontrant l'opportunité des émetteurs et la faible valorisation de ces instruments. Le taux d'apport à ces offres a été proportionnel à la prime proposée, rassurant sur la rationalité des créanciers. Il est par contre décevant

que la valorisation globale des titres subordonnés ne se soit pas alignée sur ces primes.

### Devises

Malgré la crise de la dette européenne, la monnaie unique s'est d'abord nettement renforcée : +8% jusqu'au 27 octobre, avec un point haut à 1.42 dollars pour un euro. Ensuite les variations ont été très similaires à celles du troisième trimestre : un décrochement brutal : -4% en trois séances, puis un déclin continu pour toucher un point bas de 1.293 contre dollar deux jours avant la fin du trimestre, signant une baisse de -3%. La réduction du différentiel de taux de rémunération entre les deux devises et l'écart de croissance attendu pour 2012 devraient accentuer cette tendance.

La crise de la dette grecque fait oublier les difficultés anglaises et la livre gagne plus de 2.5% contre euro ce trimestre.

Le Franc suisse est désormais sous le contrôle de sa banque centrale et les oscillations contre euro n'ont pas dépassé 2% avec une progression finale quasi-nulle.

Indifférent aux mesures d'affaiblissement mises en place par sa banque centrale, avec notamment une chute de 3% le 31 octobre, le yen termine l'année avec une performance trimestrielle nulle et le niveau très élevé de 77 yen pour un dollar.

### Volatilité

Le stress de la fin septembre a rapidement fait place au soulagement et la volatilité a perdu en un mois 44% de sa valeur à 25%. Les incertitudes de novembre ont vu 4 pics proche des 35%, puis la trêve des confiseurs a fait son effet et le déclin continu depuis le 24 novembre, à peine troublé par un pic de 30% le 8 décembre, a vu la volatilité perdre 34% de sa valeur avec un point bas le 23 décembre à 21%. La volatilité finale de 23.4% conclut une baisse trimestrielle de 45%.

### Valorisation

Le rendement de l'EuroStoxx 50, toujours très élevé à 5.1% confirme la faible valorisation du marché actions. En comparaison, les actifs sans risque sont très chers : sicav monétaires à 0.6% annualisé, obligations d'états à moins de 2% de rendement. Par contre les obligations privées ont retrouvé des niveaux très attractifs, de même que certaines matières premières.

## Matières

### Or

L'or a joué son rôle de refuge jusqu'au 15 novembre progressant de 9%, puis le rebond du dollar et la chute des matières premières l'ont emporté, avec une chute de 140\$ en trois séances de décembre. Il termine le trimestre à un niveau modéré de 1563\$ l'once et une baisse trimestrielle de -3.7%. La force actuelle du dollar nous paraît très relative et nous soupçonnons des prises de bénéfices de fin d'année sur le meilleur actif de 2011. Compte tenu des fondamentaux et des taux réels négatifs en occident, nous restons positifs.

### Pétrole

Le prix du baril de Brent a violemment rebondi de 10% en 10 séances, effectuant un pic le 9 novembre à près de 116\$. Il a ensuite décliné jusqu'au 17 décembre, affecté par le ralentissement économique mondial. Les tensions iraniennes ont permis un petit rebond final à 107.6\$, pour une hausse trimestrielle de 2.7%. Parallèlement le baril WTI consommé aux Etats-Unis a fini par réduire son différentiel de valorisation avec le Brent, qui avait atteint le 15 octobre le niveau aberrant de 27\$. En effet, sa progression a été régulière jusqu'au 15 novembre, date à laquelle il a passé les 100\$ grâce, semble-t-il, à l'inversion d'un pipe-line permettant le désengorgement du site de Cushing. Le WTI finit le trimestre à 98.8\$ en hausse de 24.2%.

## Métaux

Les métaux les plus affectés au troisième trimestre parviennent à rebondir : Cuivre +8%, Nickel +6%. La parenté avec l'or affecte le Platine -8% et l'Argent -7%. Très industriel, l'Aluminium subit encore le ralentissement : -6%.

## Produits agricoles

Malgré des récoltes décevantes et des tensions sur les stocks, les investisseurs ont pris les bénéfices du trimestre précédent : sucre -7%, échine de porc -8% et riz -10%. Café -2%, soja +1% et blé +1% restent aux niveaux dépréciés de la fin du troisième trimestre. Seul le prix du maïs +7% illustre les difficultés attendues sur ces actifs.

## Géopolitique

La Lybie annonce en octobre la mort de Kadhafi, qui met fin à plus de six mois de combats. Les élections en Tunisie, au Maroc et Egypte sont remportées par des partis islamistes. Des affrontements sanglants opposent l'armée égyptienne à la population, cette dernière critiquant la lenteur de la transition post-Moubarak. En Syrie, le régime d'El-Assad poursuit les massacres sans réactions de la communauté internationale. En Russie, Poutine fait face en décembre à de fortes contestations suite à la remise en question, par une partie de la population, des résultats des élections législatives. Enfin, le leader coréen Kim Jung-Il décède à 69 ans et sera remplacé par son fils Kim Jung-un.

## Réflexions du trimestre

La politique européenne a dominé ce trimestre, à peine éclipsée par instants par les statistiques économiques chinoises ou américaines. Les agences de notation ont bien essayé de jouer leur rôle de trublions, mais la lassitude a gagné les marchés sur leurs commentaires à rebours, souvent contradictoires: pas assez d'austérité, vous n'êtes pas rigoureux (France), trop d'austérité, vous allez aggraver la crise (Espagne), voire auto-réalisateurs : l'agence dégrade, les taux montent, la dette devient insoutenable, donc l'agence a eu raison de dégrader... Pragmatiques, les investisseurs se sont concentrés sur les émissions de dette des pays de la zone, saluant les réussites (Espagne) et sanctionnant les échecs (Allemagne), valorisant ainsi en temps réel le refinancement de la dette européenne.

L'origine technique de la crise actuelle est totalement ignorée au profit de l'observation des conséquences, comme l'écroulement des banques ou l'envolée des taux longs. Largement soutenues par le consensus médiatique, les autorités de régulation ont pourtant causé un enchaînement léthal : étouffement du système bancaire, krach obligataire et récession. Traumatisées par l'écroulement de Lehman Brothers, elles ont en effet mis en place un carcan ingérable pour le système bancaire.

Primo, le ratio de liquidités. Dans les scénarios de stress utilisés pour ce calcul, l'institution bancaire est touchée par un choc spécifique dans des conditions de marché fortement dégradées. Ainsi, une banque qui accorde une ligne de liquidité à une contrepartie devra considérer que celle-ci l'utilisera entièrement, alors que cette même banque ne pourra pas compter sur une ligne de liquidité qui lui aurait été accordée par un autre établissement. Une même activité lui coûte donc 100 dans un cas et lui rapporte 0 dans l'autre. La conséquence est simple : le marché interbancaire n'a plus de raison d'être, s'assèche, ce qui augmente le stress des marchés et des banques et poussent ces

dernières à emprunter massivement auprès de la BCE. Parallèlement, les banques doivent détenir plus de dettes d'états, ce qui nous amène au deuxième point.

Secundo, la valorisation « mark to market »: suite à l'effondrement des obligations grecques, les banques ont été accusées de surévaluer leur santé financière en n'appliquant pas de décote assez forte aux dettes émises par les états de la zone euro autres que leur propre pays. Comprenant l'intérêt financier nul de porter des dettes devenues risquées, les banques ont effectué des ventes massives, déstabilisant en quelques mois le troisième plus gros marché de dette mondial : l'Italie. La gravité financière a été étourdiment oubliée : un produit sans acheteur n'a aucune valeur. Ce concept d'acheteur naturel est fondamental en finance : une cotation de marché ne peut exister sans investisseurs récurrents dont l'objectif de risque/rendement coïncide avec l'actif financier considéré.

Les obligations grecques, portugaises et irlandaises avaient pourtant illustré cette spirale infernale : dégradées sous la qualité investissement, elles avaient sombré car la plupart de porteurs de dette souveraines étaient alors forcés réglementairement de s'en séparer. Ces pays ne pouvaient dès lors plus se refinancer et sont depuis tributaires de l'aide internationale. Nous en profitons pour signaler que ce type de contraintes s'applique à nombre d'investisseurs vis-à-vis du AAA, qualité de signature dont la disparition en euro a été annoncée par les agences de notation pour les semaines qui viennent...

Tertio, l'augmentation des ratios de fonds propres. Exigée via par les régulateurs d'abord à horizon 2015 (Bâle 3), puis à six mois (conseil européen), cette demande doit théoriquement éviter les faillites à tendance systémique type Lehman, dont le ratio était pourtant très élevé... La traduction financière de cette exigence est simple : augmentation de capital ou émission de dette subordonnée. La première solution consiste, eu égard à la valorisation boursière des banques ces derniers mois, très inférieure aux fonds propres, à diluer massivement les investisseurs déjà très sollicités en 2009.

La seconde solution est rendue impossible par la fermeture du marché concerné pour cause de défiance généralisée et ... d'incertitude réglementaire ! Il existait en effet un produit hybride plus risqué qui permettait aux banques à la fois d'élargir leur univers d'investisseurs potentiels et de profiter des périodes de stress en le rachetant à bas prix. Mais le régulateur, dans sa grande mansuétude, a exigé sa disparition rapide car sa durée de vie trop courte, quelques années quand même, ne permettait pas de stabiliser durablement les ratios de l'émetteur, oubliant cependant d'organiser la mise en place de nouveaux instruments financiers.

Cette problématique insoluble a précipité la chute de tous les papiers bancaires, contraignant les établissements concernés à agir sur la partie « actifs » du ratio et donc à réduire brutalement leurs activités de crédit.

Quarto, la Banque de France a demandé à BNP Paribas, à la Société Générale et au Crédit Agricole de réduire leur bilan de 10% d'ici à fin 2012. Cela revient encore à diminuer l'activité, donc les prêts, et casse la transmission à l'économie des mesures d'assouplissement monétaire, réduisant à néant les efforts de la banque centrale et apportant la récession.

Nous stigmatisons également le rôle joué par les médias dans l'effondrement des banques. En effet, le principal actif d'une banque est la confiance dans son nom : quand celui-ci est vilipendé car portant la dette des états voisins, critiqué pour sa prise de risques, hué pour ses bonus réservés à une ultra-minorité, assimilé aux établissements les plus irresponsables, la confiance disparaît et la valeur d'actifs associée également, créant une spirale négative de défiance, qui se répercute même au sein du système interbancaire.

Comme cet été, il aura fallu attendre les dernières semaines du trimestre pour voir le dollar se renforcer contre l'euro. Nous jugeons la résistance de l'euro en partie liée à des rapatriements massifs de la part des banques européennes. Le matraquage médiatique constant sur la zone euro, après avoir contribué à l'effondrement de tous ses

actifs financiers, devrait impacter sa devise dans les mois qui viennent. Les discours intransigeants de la classe politique allemande vont dans ce sens, de même que les actions de la BCE qui a enfin réduit le différentiel de taux entre l'euro et le dollar et pourrait poursuivre cette politique d'assouplissement. C'est pourquoi nous réduisons nos couvertures à 15-25% de nos expositions.

La position rigoriste allemande irrite beaucoup de commentateurs, bien moins choqués par le cambriolage grec... Il nous semble clair que l'attachement teuton à l'Europe ne s'accommodera pas des tours de passe-passe financier à la mode latine, exigeant des politiques de rigueur certes récessives, mais rendues indispensables par l'incurie financière des gouvernements de ces trente dernières années. Nous continuons à imaginer une sortie possible de la Grèce, via notamment les procédures punitives souhaitées par l'Allemagne. Le départ dramatique du premier ministre Papandréou sur un projet de référendum concernant l'aide européenne a accentué le fossé entre ce pays et la zone euro. En attendant, les marchés resteront à la merci de l'exécution des versements quasi-mensuels d'aide financière qui permettent au pays de continuer à fonctionner...

**Tristan DELAUNAY & Sébastien PELTIER – Athymis Gestion**

