

## *Numéro Spécial*

- > **MARCHES FINANCIERS**
- > **GESTION D'INTER EXPANSION**

---

**Le 30 août 2011**

# **CRISE DE L'ETE**

## **Questions- réponses**

---

- 1. La situation financière et économique a-t-elle brutalement changé depuis mi-juillet ?**
- 2. Qu'attend-t-on des gouvernements ?**
- 3. Les Banques Centrales, pompiers de service ?**
- 4. Les agences de notation, « coupables » ou « responsables » ?**
- 5. Quelles conséquences sur les marchés ?  
Des marchés, « fous » ou trop prudents ?**
- 6. Que souhaitent les marchés aujourd'hui ?**
- 7. A quoi s'attendre et à quelles échéances ?**
- 8. Une spirale baissière auto-entretenu est-elle possible ?**
- 9. Quelles conséquences sur nos fonds et quelles politiques de gestion retenons-nous maintenant ?**

# 1. La situation financière et économique a-t-elle brutalement changé depuis mi-juillet ?

Evidemment, non. Mais sa perception oui.

Alors que 2010 a profité d'un phénomène de rattrapage, fin juillet 2011 la parution des chiffres de croissance aux Etats-Unis montre une faiblesse de l'activité, sans doute générale à l'ensemble des pays développés.

Les marchés prennent conscience, qu'à court terme, l'économie américaine est vulnérable, avec des risques de rechute, et qu'à moyen terme, deux contraintes réelles pèsent sur la croissance: le chômage de masse et la consolidation budgétaire.

En zone euro, les chiffres de croissance au 2<sup>ème</sup> trimestre 2011 révèlent un ralentissement bien plus prononcé qu'anticipé, engendrant des révisions baissières de croissance pour 2011 et 2012. La déception des marchés concerne donc à la fois les

croissances américaine et européenne : ce n'est pas une croissance robuste qui permettra de rembourser l'endettement accumulé pour sortir de la crise 2008-2010. Les marchés mettent les politiques de tous les pays développés au pied du mur.

A cela s'ajoute la révélation encore plus violente des problèmes structurels des pays européens périphériques (la Grèce, le Portugal et l'Irlande, puis l'Espagne et l'Italie) pour lesquels le recours à la dette a été excessif.

**La zone euro et sa gouvernance sont mises à l'épreuve, oui. Mais tous les pays affichent une volonté commune, celle de ne pas remettre en cause l'unité de la monnaie.**

## 2. Qu'attend-t-on des gouvernements ?

**Les gouvernements des pays développés doivent à la fois trouver des solutions de sortie à ces excès mais également les faire accepter démocratiquement** sachant que l'impact de leurs décisions n'aura de conséquence qu'à moyen terme et pèsera

sur la croissance. En zone euro, la gouvernance accentue la difficulté et crée à chaque fois des vulnérabilités. Pour faire face aux attaques ciblées des marchés sur certains pays de la zone euro, la mise en place de l'EFSF (Fonds Européen de

Stabilité Financière) a été indispensable et a encore souffert cet été de désaccords ponctuels entre les pays euros sur sa mise en œuvre opérationnelle et sur l'étendue de ses prérogatives.

## 3. Les Banques Centrales, pompiers de service ?

**Les Banques Centrales, dont les missions sont de mettre en place des politiques monétaires de gestion de l'inflation et de fonctionnement des marchés du financement n'ont pas eu d'autre choix que de soutenir les actions gouvernementales** en inondant les marchés de liquidités et en soutenant directement

les marchés obligataires par des achats de dettes publiques. En zone euro, sur les deux premières semaines d'août, 22 Md € et 16 Md € de dette espagnole et italienne ont été achetés.

## 4. Les agences de notation, « coupables » ou « responsables » ?

Les agences de notation ne font que constater la vulnérabilité des pays à trouver des relais sans accord européen et ajustent à la baisse la note des pays qui deviennent trop dépendants du refinancement de leur dette. En zone euro : baisse des

notations du Portugal le 7 juillet, et de l'Irlande le 12 juillet. **Problème : ces notations auto-entretiennent également les difficultés des pays en les excluant des marchés et en les rendant intégralement dépendants du soutien collectif** (Grèce, Portugal,

Irlande).

Aux Etats-Unis, la difficulté pour trouver un accord sur la hausse du plafond de la dette a conduit à leur retirer leur historique AAA.

## 5. Quelles conséquences sur les marchés ? Des marchés, « fous » ou trop prudents ?

Fin juillet, les marchés, impatientes, ont brutalement sanctionné l'absence de décisions politiques en zone euro entraînant un phénomène de course à la « valeur refuge » : vente sans distinction d'actifs risqués et achat uniquement d'actifs refuges (dettes d'Etats AAA, principalement américain et allemand), or et devises refuge (franc suisse, yen).

Les niveaux des indices de marché se corrigent alors brutalement : au 26 août, sur les actions le CAC perd 15,9%, le Dax 22,6%, le SP 8,9%, le Nasdaq 10%. Sur les taux, le 10 ans allemand passe de 2,53% à 2,16%, le 2 ans allemand passe de 1,16% à 0,65%, le 10 ans américain passe de 2,80% à 2,19%, le taux d'une

obligation bancaire française monte de 3,84% à 4,73%.

Dans le même temps, la pression à la dislocation de la zone euro oblige la BCE à intervenir pour soutenir les dettes italienne et espagnole, leur taux passant de 6,05% à 5,15% sur le 10 ans.

Les rendements des valeurs refuge descendent très bas et la valorisation des autres actifs s'écroule. Le choix de l'investisseur est alors celui des valeurs refuge avec des rendements très faibles ou des actifs fortement dévalorisés avec une incertitude et une quasi absence de graduation entre les deux.



## 6- Que souhaitent les marchés aujourd'hui ?

La forte baisse des marchés et la valorisation très élevée des valeurs refuge semblent être un palier à partir duquel les attentes des marchés ne faiblissent pas pour autant.

> **Les gouvernements doivent annoncer des mesures budgétaires fortes** qui ne misent pas tout sur un rebond économique pour retrouver un équilibre financier : économie dans les dépenses et prélèvement fiscal pour combler l'excès de dette. Les marchés savent compter et ne se contenteront pas d'effets d'annonce. L'enjeu est fort car les dérapages conduisent à l'exclusion des marchés. Aux Etats-Unis, un accord in extremis a été trouvé entre Républicains et Démocrates sur le relèvement du plafond de la dette de 2100 milliards de dollars et un plan de réduction des dépenses de 2400 milliards de dollars sur 10 ans (900 milliards de dollars immédiatement). Par ailleurs, nombre de gouvernements ont revu à la baisse leurs

prévisions de croissance pour 2011 et 2012. Or, qui dit moins de croissance, dit une hausse de l'endettement exprimé en pourcentage du PIB. Pour satisfaire au mieux les objectifs de déficit retenus dans les pays européens (2013 étant bien souvent la date retenue pour un retour à un déficit de 3% du PIB, tel que défini dans le Traité de Maastricht), des mesures supplémentaires de baisse des dépenses sont annoncées en Italie et en Espagne. En France, outre la maîtrise des dépenses publiques, il s'agit aussi de limiter la baisse des recettes de l'Etat résultant d'une moindre croissance. Face au manque de crédibilité de la voie choisie en Europe et aux risques d'exécution des objectifs fixés, les marchés doutent.

> **La soutenabilité de la dette doit être gérée**, c'est-à-dire une projection dans l'avenir pour le refinancement : là où il y a faiblesse (en particulier sur certains pays de la zone euro), des plans de solidarité

doivent être mis en place. Les marchés réclament des solutions extrêmes comme la mise en place d'Eurobonds (rejetée par A. Merkel et N. Sarkozy), la zone euro répond par la mise en place d'une gouvernance et de fonds de soutien. Alors qu'un 2<sup>ème</sup> plan d'aide a été accordé à la Grèce le 21 juillet, quatre pays de la zone euro auraient souhaité obtenir des garanties réelles de la part de la Grèce. Si de nouvelles discussions devaient avoir lieu, elles seraient susceptibles de retarder à octobre 2011 l'issue des négociations quant au 2<sup>ème</sup> plan de sauvetage grec et entamer la crédibilité européenne.

> **Les Banques Centrales devront toujours inonder le marché de liquidités**, quitte à acheter directement certaines dettes pour les transformer immédiatement en monnaie. Les actions des Banques Centrales sont les plus rapides, même si elles ne résolvent pas les maux mais plus leurs effets.

## 7. A quoi s'attendre et à quelles échéances ?

Le problème de l'endettement public s'est accentué ces dernières années, les marchés l'ont accepté comme un remède d'urgence, mais maintenant leur rejet est systématique et brutal. La dette publique ne peut augmenter que si les Banques

Centrales la monétisent, ce qui n'est pas admissible. **Les solutions proposées par les différents acteurs sont des réponses d'immédiateté mais seront insuffisantes à moyen terme**, en particulier les interventions des Banques Centrales qui

calment les marchés et donnent le temps de la décision et de l'annonce. Pour une amélioration plus durable, les décisions de réductions de dettes doivent être fortes, partagées et ambitieuses. Elles participeront ainsi au retour de la confiance.

## 8. Une spirale baissière auto-entretenue est-elle possible ?

Un tel risque existe aujourd'hui. Depuis fin juillet, les marchés réévaluent les risques d'exécution des objectifs fixés en matière d'endettement par les gouvernements. **Les indicateurs financiers sont d'ailleurs en mode « panique », atteignant des points bas proches de ceux enregistrés en 2008**. Nous retenons deux risques d'emballement des marchés à la baisse d'ici fin 2011: le risque de non respect des baisses de dépenses annoncées compte tenu

des échéances électorales dans de nombreux pays en 2012 (en zone euro et aux Etats-Unis notamment) ; le risque de récession aux Etats-Unis notamment (selon la Banque Fédérale de Réserves de Philadelphie, la probabilité de récession est aujourd'hui estimée à 50% en août, pour dans 6 mois – elle était de 0% en juin).



« Pour une amélioration plus durable, les décisions de réductions de dettes doivent être fortes, partagées et ambitieuses. Elles participeront ainsi au retour de la confiance. »

## 9. Quelles conséquences sur nos fonds et quelles politiques de gestion retenons-nous maintenant ?

Même si la gestion de nos fonds était plutôt prudente, l'orientation binaire et rapide des marchés (valorisation des valeurs refuge au détriment de toutes les autres), nous a surpris.

**Sur les portefeuilles obligataires**, notre sous sensibilité et notre préférence pour les émetteurs privés sur des échéances courtes / moyennes, ont subi défavorablement la baisse des taux allemands et la défiance si forte sur les émetteurs privés, qu'elle atteint la moyenne de la période 2008-2009.

A cela s'est ajouté un phénomène de revalorisation rapide des emprunts d'Etat italiens et espagnols (artificiellement soutenus par la BCE à partir du 5 août 2011) dont nous étions totalement à l'écart, par prudence.

Cette évolution en ciseaux explique le retard de performance de nos fonds par rapport aux indices de référence.

La brutalité de ce mouvement, sa rapidité et son exclusivité, nous semblent excessives et nous feraient regretter un changement radical de positionnement.

➡ Nous conservons donc nos choix et nos axes défensifs et les ajusterons sur certains points au franchissement de certains paliers des marchés (positionnement courbe, choix d'émetteurs).

### Sur les portefeuilles actions,

Après une baisse de l'Eurostoxx50 de 6,2% au cours du mois de juillet, la baisse s'est accélérée au cours du mois d'août : -18% au 26 août avec des différences marquées : **tant entre secteurs** – Agroalimentaire -7,5%, Santé -9,4%, Telecoms -10,9%, et en queue de peloton Matériaux de base -30%, Automobile -26,2%, Banques -24,5% -, **qu'en termes de titres** – Unilever à +2% et Nokia (qui avait fortement baissé les mois précédents) +0,4%, contre Société Générale -38,6%, ArcelorMittal -37,3%, Intesa San Paolo -30,5%, Deutsche Bank -31%.

Alors que cela semblait impensable il y a encore un mois, le scénario de retour en récession des Etats-Unis paraît

désormais de plus en plus envisagé par les marchés. Et il semble de moins en moins probable, comme on l'avait cru jusque là, que la sphère privée demeure parfaitement immunisée à la cure d'austérité généralisée qui s'annonce, afin de rétablir les équilibres financiers catastrophiques au niveau des Etats.

Dans ces conditions, nos fonds ont souffert en performance absolue, même s'ils parviennent, de par leur composante défensive, dans ce marasme, à surperformer à la marge leurs indices de référence.

Partant de notre scénario central excluant une récession américaine dans les 6 mois et escomptant une tendance modérément positive sur les actions européennes, nos portefeuilles diversifiés étaient surexposés en actions mais composés de choix de gestion équilibrés entre secteurs dits « défensifs » (Pharmacie et Energie) et secteurs sensibles au cycle économique mondial (industrielles et valeurs de consommation) tout en maintenant une sous pondération des valeurs financières.

La fin de la reflation budgétaire et monétaire aux Etats-Unis augmente la perception du risque de récession. Il faudra du temps, des réformes structurantes et des signaux clairs et concrets sur la gestion des budgets et de l'endettement des Etats pour restaurer la confiance et une certaine visibilité.

➡ Par rapport aux niveaux actuels, les marchés d'actions semblent intégrer une partie des révisions à la baisse des croissances de résultats, ils peuvent donc remonter, **mais à notre avis, plus en rebond technique qu'en un retour durable à des niveaux plus élevés**. C'est la raison pour laquelle nous n'avons procédé qu'à des réinvestissements tactiques sur certains titres sans aller au-delà d'une allocation neutre avant de réviser notre scénario central.