

Paris, le 11 janvier 2012

**«Ce n'est pas la fin. Ce n'est pas le commencement de la fin. Mais c'est peut-être la fin du commencement»<sup>1</sup>**

***Théoriques début 2011, certains risques (défauts d'Etat, implosion de l'euro, crise financière systémique...) sont progressivement devenus des hypothèses de travail sérieuses. L'année 2012 pourrait être une année historique. Dans la cacophonie, l'Europe doit faire face à un défi : éviter la dislocation avec plus de fédéralisme, de solidarité et de rigueur sans étouffer la croissance. Un système financier encore malade doit prouver qu'il est capable de se réformer pour retrouver son rôle premier : financer l'économie, les entreprises et les Etats. Le tout dans un monde interconnecté, instable, déséquilibré, non coordonné où de nouveaux acteurs continuent d'émerger en bousculant les leaders en place. En l'absence de consensus sur le diagnostic et les remèdes, il est peu probable que cette crise multiforme se règle sans heurts en 2012. Heureusement, le capitalisme est le seul système à avoir prouvé sa capacité à apporter la prospérité à de larges bassins de population. Même le Parti communiste chinois partage ce point de vue. Dans ce contexte troublé, les entreprises sont les rares acteurs à avoir gardé le sens de la mesure. Nos portefeuilles sont peu investis mais notre vivier de valeurs faisant des efforts pour trouver de la croissance, contrôler leurs coûts et générer du cash-flow s'est considérablement étoffé. Notre scénario pour 2012 : un excès de défiance hors norme pourrait nous fournir l'occasion d'investir plus significativement qu'en 2011. Comme ailleurs, c'est pendant les soldes que l'on fait les meilleures affaires.***

Cher Investisseur,

2011 a été une année chahutée. Le consensus majoritairement optimiste du début d'année, fondé sur des perspectives de reprise économique a à peine été ébranlé par le printemps arabe et l'accident de FUKUSHIMA. A partir du second semestre néanmoins, une succession de mauvaises nouvelles a rompu la fragile confiance des investisseurs. La volatilité, expression de la défiance, a touché toutes les classes d'actifs, y compris les obligations d'Etat. Dans l'univers des actions, les places financières mondiales, à l'exception notable des Etats-Unis, enregistrent des performances fortement négatives (tableau en annexe). En Europe, l'Eurostoxx 50 baisse de 17% en 2011. Au signe près, le chiffre est proche du consensus de début d'année (+15%). L'année qui s'achève a été particulièrement éprouvante pour les gérants et les investisseurs. Même Berkshire Hathaway, du légendaire Warren Buffet, pourtant très exposé au marché américain, baisse de 5,7%.

<sup>1</sup> Citation de Winston CHURCHILL. Discours du 10 novembre 1942. Référence à la victoire d'El Alamein (Egypte). Elle fut considérée comme décisive pour protéger l'Empire britannique et préparer l'éviction des troupes allemandes d'Afrique. Aujourd'hui, la fin du commencement de la crise pourrait venir d'un accord sur des solutions solidaires, communes et convaincantes en Europe qui incluraient une réforme du système financier.

### **En 2011, des risques théoriques sont devenus des hypothèses de travail sérieuses**

De nombreux risques théoriques identifiés il y a un an se sont avérés ou se sont transformés en hypothèses de travail sérieuses :

- **Défaut d'Etat** : L'idée d'un défaut ordonné de la Grèce a fait progressivement son chemin. Sous l'impulsion de l'Allemagne, la contribution significative des créanciers privés au plan de sauvetage de la Grèce s'est imposée (21% en juillet, 50% en octobre). Près de deux ans après le début de cette crise, le sujet n'est toujours pas clos.
- **Hausse brutale et sélective des taux longs**: Même si la contribution du secteur privé a été présentée comme volontaire, elle a provoqué une défiance des investisseurs vis-à-vis des dettes des Etats les plus fragiles, en particulier ceux d'Europe du Sud. En octobre, certaines institutions financières européennes ont annoncé avoir vendu massivement. C'est le cas de BNP Paribas qui a réduit son exposition à l'Italie de 20Md€ à 12Md€. Fâcheux, alors que l'Italie doit refinancer environ 80Md€ d'emprunts d'ici mars 2012 (254Md€ en 2012).
- **Risque financier systémique**: Comme l'explique Jean Pierre JOUYET, Président de l'AMF dans une interview au journal La Tribune du 25 octobre 2011, au sujet de la contribution « volontaire » des créanciers privés au plan grec : « *Il est dans l'intérêt de la communauté des investisseurs de traiter ce genre de situation par un accord volontaire, plutôt que par un défaut formel, car les conséquences juridiques et financières de la seconde option sont nettement plus difficiles à maîtriser. Ainsi en est-il des contrats de credit default swaps.<sup>2</sup>* ». Les bilans et les hors bilans des institutions financières sont chargés d'actifs complexes, de CDS, d'emprunts d'Etat. L'évaluation de ces actifs en norme IFRS est bien difficile à apprécier. Même le FMI ou l'IASB (International Accounting Standard Board) avouent leur perplexité. Avec des bilans trop lourds et trop peu transparents, les banques ne se font même plus confiance entre elles. Les banquiers centraux ont dû se substituer au marché interbancaire.
- **Crise économique en Europe** : Sous l'impulsion de la théorie économique de référence en Allemagne (l'ordo libéralisme), l'Europe s'impose une cure d'austérité drastique. Le succès n'est pas au rendez-vous. Trop d'austérité déprime les recettes fiscales qui se mettent à baisser plus vite que les dépenses. Les objectifs de réduction des déficits sont remis en cause (Grèce, Espagne, Portugal, Irlande...), conduisant à de nouveaux tours de vis budgétaires couplés à une hausse des taux exigés par des investisseurs de plus en plus inquiets. Ce cercle vicieux teste la résistance des tissus sociaux de la plupart de nos démocraties européennes.
- **Implosion de l'euro** : En octobre dernier, Jean Claude TRICHET affirmait que l'euro n'était pas menacé. Pourtant moins de deux mois plus tard, Nicolas SARKOZY déclarait : « *jamais le risque d'explosion de l'euro n'a été aussi grand* ». En décembre, dans une lettre au président du Conseil européen, le Président français et la Chancelière allemande ont écrit : « *La crise actuelle a mis clairement en évidence les lacunes de l'architecture de l'Union monétaire européenne* ». Depuis l'origine, les fondements de l'euro sont instables. En l'absence de convergence des politiques économiques et fiscales, les écarts de productivité du travail se sont accrus, les situations budgétaires et les balances des paiements ont divergé. L'euro devient trop cher pour les pays du « club Med » et trop bon marché pour les allemands.

---

<sup>2</sup>Credit default swaps (CDS) : théoriquement, l'acheteur d'un CDS s'assure contre le défaut du sous-jacent (par exemple une obligation grecque). Le vendeur s'engage à assurer le capital de l'acheteur en cas d'événement de crédit (décidé par un comité de l'ISDA). Malheureusement jusqu'à aujourd'hui, ces contrats sont conclus de gré à gré sans que personne ne vérifie la qualité du bilan du vendeur de CDS, donc sa capacité à respecter son engagement. Les CDS sont donc des « Canada Dry » de contrat d'assurance.



### **D'autres risques plus nouveaux apparaissent ou prennent de l'ampleur**

De véritables surprises ont ponctué l'année 2011 avec des conséquences économiques fâcheuses. En particulier :

- **Le printemps arabe** a déstabilisé des zones riches en ressources énergétiques, avec un impact sensible sur les cours du pétrole. C'est l'une des rares matières premières à ne pas avoir reculé l'an passé. En fin d'année la contestation en Russie constitue une surprise supplémentaire. Ces surprises s'ajoutent aux tensions récurrentes avec l'Iran qui s'exacerbent avec une menace renouvelée de bloquer le détroit d'Ormuz par lequel transite 35% du pétrole transporté par voie maritime. Le Nigeria, 8ème pays exportateur de pétrole n'est pas en reste.
- **Le Tsunami au Japon** et la catastrophe de FUKUSHIMA avec un impact significatif sur la croissance japonaise, sur l'approvisionnement en composants de certaines filières (électronique, automobile) et sur les perspectives de l'industrie nucléaire dans le monde.
- **La croissance mondiale est revue en baisse.** Dans un monde interconnecté, le ralentissement d'une zone a des conséquences négatives sur les autres. Alors que les perspectives de croissance aux Etats-Unis ont été revues continuellement en baisse depuis un an, la crise européenne fragilise un peu plus encore les perspectives de croissance de l'économie mondiale. Les pays émergents continuent d'émerger mais à un rythme moins rapide. Le chômage se situe à des niveaux extrêmement élevés dans de nombreux pays. Ces difficultés s'additionnent et exacerbent les tensions internationales provoquant une montée des protectionnismes. Les réponses qu'apportera l'Europe aux questions qui la concernent conditionnent en grande partie le profil de la croissance mondiale pour 2012 et au-delà. Les plus pessimistes anticipent une croissance molle aux Etats-Unis, une légère récession en Europe et une contagion des pays émergents. Ce scénario est la conséquence d'un mouvement synchronisé de réduction des dettes (publiques et privées) et de la dépendance des émergents aux consommateurs occidentaux. Au FMI, à la BCE, et dans les banques d'investissement, le seul consensus pour l'instant est un mouvement général de révision en baisse des prévisions économiques. Ainsi, le FMI a-t-il déjà annoncé pour fin janvier 2012 une réduction de ses prévisions déjà revues en baisse en septembre 2011 (2,8% à 1,8% aux USA, de 1,7% à 1,1% en zone Euro et de 6,4% à 6.1% dans les pays émergents). En conséquence, le mouvement de révisions à la baisse des prévisions de bénéfices des sociétés devrait se poursuivre.
- **Le poids de l'investissement dans la croissance chinoise inquiète.** La croissance du PIB chinois est essentiellement tirée par l'investissement. Il contribue à près de 50% du PIB, niveau jamais atteint même dans des économies en construction. Une bulle immobilière, l'accumulation d'actifs non productifs et de dettes non performantes menacent. Renforcer le moteur de la consommation est une nécessité économique et sociale. C'est aussi une transition difficile à négocier. L'amélioration de la protection sociale et des revenus du travail, aura un impact potentiel négatif sur la compétitivité et sur l'inflation.

Pour 2012, la confiance des investisseurs devrait évoluer avant tout en fonction de la capacité des décideurs politiques à :

- éviter la dislocation de l'Europe et de l'euro avec plus de fédéralisme, de solidarité et de rigueur,
- maintenir un espoir de croissance,
- assurer une réforme du système financier.

**2012 pourrait être une année historique, consacrant la fin du commencement de la crise financière et de la crise européenne.**



### ***Au commencement de la crise grecque, l'Allemagne a imposé son diagnostic***

Au commencement de la crise grecque, aucun consensus n'émergeait sur le diagnostic même. Ce petit pays (2,4% de la zone euro, un PIB équivalent à celui de l'Île de France) affrontait-il une crise de solvabilité ou de liquidité ? Autrement dit, avec une aide internationale temporaire et des efforts de gestion, le pays pouvait-il faire face seul à ses engagements financiers (350Md€ soit 160% du PIB) ? Dans le cadre du plan de 2010, ses partenaires européens, les institutions de cette zone, le FMI, les créanciers privés ont chacun tenté d'imposer leur diagnostic, de minimiser la difficulté et leur contribution à l'effort nécessaire. Ce plan a vite montré ses limites. Une austérité sévère n'a pas permis de réduire les déficits au rythme prévu initialement.

Sous l'impulsion de l'Allemagne, le deuxième plan annoncé en juillet 2011 et renégocié en octobre inclut une participation « volontaire » et significative (50%) des créanciers privés. Le diagnostic et les remèdes allemands se sont progressivement imposés à tous les Etats fragiles d'Europe : L'austérité pour combattre le laxisme budgétaire et le surendettement des Etats. La Grèce et l'Europe ont pour l'instant plié. Les chefs d'Etat impuissants ont fait le choix de partir en douceur (Espagne, Portugal), ou ont été remerciés en un temps record (Grèce, Italie). La crise financière a pris une dimension politique et économique. En Europe, les perspectives de croissance ont été fortement revues en baisse sous l'effet des mesures d'austérité. Par ailleurs, l'Allemagne persiste dans son intransigeance historique au sujet de l'euro et du rôle de la BCE. " *La protection de la monnaie constitue une condition primordiale pour le maintien de l'économie de marché et pour la liberté de la société et de l'Etat.* " Cette phrase de Konrad ADENAUER illustre la position allemande. Ce principe explique le refus d'un assouplissement du rôle de la BCE, de plus de solidarité (les Eurobonds) ou de doter l'Europe d'outils à la hauteur des enjeux (statut de banque pour le FESF, MES renforcé).

### ***Ce diagnostic et les remèdes associés montrent leurs limites***

Le diagnostic allemand d'une crise des finances publiques qu'il convient de traiter par l'austérité en faisant porter une part de la responsabilité aux prêteurs montre ses limites :

- La participation des créanciers privés (toujours en négociation) a accéléré la contagion. Des investisseurs rationnels et amoraux exigent de meilleurs rendements pour financer les pays les plus fragiles d'Europe. Les taux longs se tendent dans le sud de l'Europe, expression de leur défiance.
- La Grèce ne remplit pas ses engagements de réduction des déficits. L'Espagne et le Portugal non plus. La France entre en récession dans une Europe aux perspectives anémiques.

L'intransigeance allemande concernant le rôle de la BCE semble contredite par l'action de cette dernière. Elle assure la liquidité des Banques et prête à taux bas des sommes illimitées. On peut se demander si l'institution ne devient pas, de fait, garante en dernier ressort du système financier européen, dans l'espoir qu'il participe au refinancement des masses d'obligations d'Etat arrivant à échéance en 2012. La BCE semble faire ce qu'elle dit ne pas avoir le droit de faire sans risque d'être critiquée par les Allemands qui pose comme principe l'indépendance de cette institution.

### ***Vers la fin du commencement ?***

La fin du commencement est possible. En 2012, les maux qu'engendre le remède allemand pourraient bien amener ses partenaires européens à exiger des concessions. Sur le rôle de la BCE d'abord, sur la croissance aussi. L'Italie de Mario MONTI a accepté l'austérité mais évoque maintenant la recherche d'une réponse solidaire, commune et convaincante à la crise. Il rappelle que l'Allemagne doit aussi faire une part du chemin. Contrairement aux autres pays du sud, l'Italie est crédible dans sa démarche. Le pays est certes endetté (1900Md€, 120% du PIB) mais il est riche, dispose d'une industrie solide et exportatrice, son budget dégage un excédent primaire. L'Italie est donc solvable même si l'échéancier de ses refinancements obligataires n'est pas favorable en 2012.

### **2012, année historique en Europe ?**

En ce début d'année 2012, l'Europe affronte un défi majeur : éviter la dislocation avec plus de fédéralisme, de solidarité et de rigueur sans étouffer la croissance. Selon l'expression d'Henri de CASTRIES, Président d'AXA « *L'Europe est un bateau pas terminé qui affronte une tempête* ». Les opinions sur la nature de cette tempête et sur les remèdes à apporter dépendent de la position, de la nationalité et des intérêts des responsables qui s'expriment (dirigeant d'une nation, d'une institution européenne ou internationale, d'un établissement financier, économiste ...). Avec 17 membres dans la zone euro et 27 partenaires européens, le nombre de combinaisons est impressionnant. D'autant qu'une même personnalité peut changer de point de vue au gré des évolutions de sa carrière. Comme l'écrit Klaus SCHWAB, économiste et fondateur du Forum de Davos : « *la gouvernance mondiale voire européenne est devenue si complexe que nous courons le risque d'en perdre le contrôle ou la capacité de la gérer* ». La crise européenne est multiforme et complexe :

- **Une crise des finances publiques européennes** : Personne ne nie que les finances publiques ne sont pas optimales. Fin 2010, seuls 2 des 17 membres de la zone euro respectent les critères de Maastricht (le Luxembourg et la Finlande). En moyenne pourtant, la zone euro est largement moins endettée que les Etats-Unis ou le Japon (85% du PIB contre respectivement 100% et 225%).
- **Une crise de la gouvernance européenne** : C'est la thèse de Jean-Claude TRICHET et de nombreux responsables politiques. Trop de représentants de trop d'intérêts divergents doivent négocier trop longtemps pour prendre des décisions à l'unanimité sur des sujets très compliqués. Tout ceci dans le cadre de processus démocratiques particulièrement lourds. Une réforme des traités a été annoncée au sommet des 8 et 9 décembre dernier. Dans le meilleur des cas la mise en forme juridique des annonces politiques sera finalisée en mars 2012.
- **Une crise de l'euro** : C'est la thèse des adversaires historique de cette monnaie unique. L'euro est une construction inachevée portant en elle depuis sa création des faiblesses potentiellement mortelles. Sans convergences des politiques économiques et fiscales, des pays ayant des productivités qui évoluent en ordre dispersé et des balances des paiements disparates ne peuvent pas durablement partager la même monnaie. L'euro affaiblit les faibles et renforce les plus forts.

### **Difficile d'imaginer une résolution sans heurts de cette crise**

Il nous paraît aussi difficile d'ignorer que la crise européenne est d'abord née d'une crise du système financier qui a joué le rôle de catalyseur. Au-delà du règlement des sujets politiques, économiques et monétaires, les décideurs européens doivent assurer les conditions d'une réforme du système financier européen. Objectif : qu'il retrouve son rôle premier, financer l'économie, les entreprises, les Etats. Vaste programme pour des décideurs nombreux, confrontés à des échéances électorales, qui ne disposent pas d'une culture financière pointue et qui sont conseillés par les principaux dirigeants d'un système financier malade. Malheureusement, il est peu probable que cette crise européenne multiforme se résolve sans heurts en 2012.



### ***En 2007, au commencement de la crise financière, il y a les excès du capitalisme financier...***

Au commencement de cette crise, en 2007, les subprimes ont été structurés et titrisés c'est à dire transformés en produits sophistiqués au rendement alléchant généralement bien notés par les agences de notation. Ces produits ont attiré de nombreux investisseurs du monde entier. Ces derniers n'avaient pour la plupart pas compris qu'ils investissaient dans des dettes de particuliers américains sans le sou qui deviendraient insolvables au premier signe de retournement économique.

Les subprimes, Madoff, Lehmann Brothers, AIG, Bear Stearns, Merrill Lynch, Citi, Freddie Mac et Fannie Mae sont devenus les principaux symboles des excès du capitalisme financier aux Etats-Unis. Excès de cupidité, de complexité, d'opacité, d'effet de levier (donc de dettes), de risque, de malhonnêteté. Ces excès ont coûté très cher aux américains. Dans son discours sur la réforme du système financier du 14 septembre 2009, Barack OBAMA écrit : « *cinq mille milliards de dollars appartenant aux ménages américains s'évaporèrent en l'espace de trois mois* ». Les symboles européens sont aussi nombreux. Notamment les SICAV de trésorerie « dynamique », Northern Rock, Royal Bank of Scotland, Hypo Real Estate, Commerzbank, Dresdner Bank, Dexia, Société Générale, Natixis, Anglo Irish bank.

### ***...qui transforment des Etats endettés en Etats surendettés***

Pour éviter que la crise financière ne se transforme en dépression économique les Etats du monde entier ont mis en place avec le concours de leurs conseillers habituels (les banques d'affaires), des plans de secours et de relance. Ces plans ont transformé des Etats endettés en Etats surendettés. En zone euro la dette publique est passée de 66% à 85% du PIB entre fin 2007 et fin 2010.

Comme l'explique Joseph E. STIGLITZ, prix Nobel d'économie, le système financier « *a échoué à évaluer la solvabilité et les risques* ». Il n'est plus capable aujourd'hui de jouer son rôle premier : financer l'économie, les entreprises et les Etats. La crise européenne est donc aussi une conséquence de la crise financière de 2007 qui a joué le rôle néfaste de catalyseur. En Europe, plus de 4 ans après, un système financier insuffisamment réformé continue d'être malade.

### ***Ce système financier est toujours malade***

Le premier symptôme de cette maladie est la disparition du marché interbancaire. Par défiance, les banques ne se prêtent plus entre elles. Les banques centrales ont pris le relais. Elles se concertent pour fournir les liquidités à bon compte et à grande échelle en \$ et en €, sans contrepartie quant à l'utilisation de ses ressources. Le deuxième symptôme est le débat concernant les fonds propres des banques. Ce débat n'a pas été lancé par des hurluberlus en mal de notoriété. Christine LAGARDE, nouvellement nommée à la tête du FMI, l'IASB ont les premiers indiqué qu'ils estimaient nécessaire une recapitalisation urgente et massive des banques. Les autorités européennes ont tranché en décembre. Une enveloppe de 115Md€ est nécessaire. Le troisième symptôme est le doute persistant sur la capacité du système financier à jouer son rôle premier : financer l'économie, les entreprises et les Etats. Pourtant la BCE et les Etats ne ménagent pas leurs efforts :

- Début décembre, au cours du sommet de Bruxelles, les Etats de l'eurozone ont garanti que les créanciers privés ne seraient plus mis à contribution en cas de défaut d'Etat. Alors que les banques négocient toujours la forme définitive de leur contribution au plan grec, elles ont déjà obtenu que ce schéma ne soit plus jamais reconduit. « *Le temps du volontarisme est terminé* » avait indiqué BNP PARIBAS à l'occasion de la publication de ses résultats trimestriels. Cette mise en garde a porté ses fruits.



- Fin décembre, la BCE a ouvert un guichet illimité de concours à 3 ans au taux de 1%. Les banques européennes y ont puisé 489Md€. La BCE offre des ressources à bon compte au système financier dans l'espoir que ce dernier participe au refinancement de la masse considérable d'obligations publiques et privées arrivant à échéance en 2012 (800Md€ pour les Etats de la zone euro dont 242Md€ pour l'Italie, 180Md€ pour l'Allemagne, 178Md€ pour la France). Au taux actuel de l'OAT à 10 ans (3,35%), c'est plus de 2Md€ de gains pour les banques qui accepteraient de prêter 100Md€ à l'Etat français ou plus simplement d'acheter des OAT sur le marché. Selon Christian NOYER, la BCE fera une deuxième opération de refinancement d'une taille équivalente ou supérieure si nécessaire en février 2012.

### ***Pour l'instant, la thérapie européenne ne fonctionne pas***

Ces efforts considérables ne produisent pas les effets escomptés. Le système financier européen a obtenu un soutien quasi-illimité des institutions européennes. Selon l'expression de l'Institut Montaigne, il bénéficie aujourd'hui d'une « *garantie d'Etat gratuite et implicite* ». Pourtant, en ce début d'année, les banques continuent à ne pas se prêter entre elles et ne s'empressent pas d'acheter des dettes d'Etat. Ensemble, elles replacent l'essentiel du record des liquidités fournies par la BCE... à la BCE (record de 482Md€ le 10 janvier au taux de 0,25%). Même si les emprunteurs ne sont pas les mêmes que les déposants à la BCE, la concomitance des deux records est troublante. Le système financier pourtant libre d'investir où il le souhaite semble paralysé.

Quatre hypothèses peuvent expliquer ce comportement :

- Echaudées par les difficultés passées les banques prennent le temps de planifier leurs investissements. La volatilité des marchés même sur les emprunts d'Etats les dissuade de s'y engager massivement. Par prudence, elles n'investiront que très progressivement les masses de capitaux mis à leur disposition.
- Indisposées par les réformes et les changements réglementaires en cours, obligées de négocier leur participation au plan grec, les banques rechignent à jouer le jeu des autorités européennes qui elles-mêmes sont obligées d'utiliser le système financier pour contourner les statuts trop rigides de la BCE.
- Inquiètes des conséquences sur la croissance de la succession de plans de rigueur, elles doutent de la capacité des économies et des Etats à sortir de leurs difficultés par la rigueur. La confiance dans le destin de l'Europe a disparu.
- Incapables d'évaluer la solvabilité et les risques hier, elles le sont toujours aujourd'hui. Les mêmes causes produisent les mêmes effets. En l'absence de réforme structurelle, le système financier est toujours malade. Concentré sur le nettoyage des bilans et des hors bilans, la volonté de prêter et d'investir a disparu.

Les prochaines semaines apporteront des éléments de réponse. Un scénario positif serait bienvenu. Le plan grec décidé en octobre serait définitivement adopté. Les dépôts à la BCE diminueraient. Les taux longs se détendraient. Les prochaines échéances de refinancement obligataires se réaliseraient dans des conditions favorables aux émetteurs.

Les deux dernières hypothèses sont beaucoup plus inquiétantes. D'abord parce que la défiance est contagieuse. Si le système financier européen n'est pas confiant dans la solidité de certains de ses Etats, il sera difficile de convaincre des investisseurs internationaux de prendre le relais à des taux acceptables pour les émetteurs. Le coût de refinancement devenant prohibitif, la crainte se transformerait en prophétie auto réalisatrice.



### ***Une refondation du système financier différée depuis 2007 pourrait s'imposer en 2012***

Dans ces hypothèses, des réformes importantes seraient nécessaires pour faire revenir la confiance et redonner au système financier son rôle au service de l'économie. Des hommes d'Etat, des économistes parfois prix Nobel, de véritables entrepreneurs font depuis plusieurs années des propositions dans le sens d'une restructuration radicale de la sphère financière. En d'autres temps, les idéologues anticapitalistes avaient le monopole de ce type de suggestions. Ces propositions émanent aujourd'hui de personnalités compétentes, intelligentes, et disposant d'une légitimité pour apporter une vision constructive au débat.

### ***De nombreux experts apportent une contribution légitime au débat***

Ainsi, en mars 2009, à l'occasion du G20 se tenant à Londres en avril, l'Institut Montaigne, animé par Claude BEBEAR, bâtisseur d'AXA a proposé dans un document de huit pages « *quatre pistes d'actions concrètes immédiates* » :

- *Une suspension des pratiques et des règles de marché les plus déstabilisatrices ;*
- *L'organisation de la traçabilité des produits financiers ;*
- *Un programme coordonné de nationalisations bancaires temporaires dans les pays du G20, prélude à une séparation entre banques commerciales d'un côté, banques dites d'investissement de l'autre ;*
- *La création de nouveaux instruments pour pérenniser les financements des Etats souverains, actuellement en danger ;*
- 

Ces actions incluent notamment :

- *la suspension de l'évaluation en « mark to market » ;*
- *l'interdiction des prêts de titres qui alimentent la vente à découvert ;*
- *la transparence des informations données par les institutions financières concernant leurs bilans et leurs engagements hors bilan ;*
- *le contrôle de cette information par une autorité ayant pouvoir de sanction ;*
- *un processus temporaire et non structurel de nationalisation de pans entiers de l'industrie financière mondiale ;*
- *dissociation entre les banques de crédit et les banques de marché, pour les encourager à irriguer l'économie et les détourner d'activités de marché trop risquées, susceptibles de mettre leur solvabilité en péril ;*
- *inciter fiscalement les banques à prêter vite et au bon endroit, appliquer une fiscalité renforcée sur les activités de spéculation ;*
- *obliger les institutions cherchant à titriser un de ses actifs à conserver au moins le tiers de sa valeur dans son bilan ;*
- *assurer le refinancement des Etats par une Contribution Montaigne assise sur le marché des CDS ;*
- *création d'Eurobonds souverains...*

Timidement, certaines réformes se mettent en place. Les Anglais prévoient pour 2019 la séparation au sein d'un même groupe des activités de banque d'investissement et de banque de dépôts. Trop peu, trop lentement, trop tard sont les caractéristiques des réformes du système financier depuis 2007. En particulier, quelques analystes faillibles employés par des agences de notation disposent d'un pouvoir grandissant sur les Etats. Ils tiennent ce pouvoir de l'importance donnée à leurs notations et opinions. Les processus d'analyse du risque et les décisions d'investissement des institutions financières, le cadre réglementaire s'appuient parfois exclusivement sur leurs travaux.





### **La contribution du système financier ne nous paraît pas à la hauteur des enjeux**

En ce début d'année 2012, les difficultés de refinancement des Etats les plus fragiles, le ralentissement économique européen pourraient faire ressurgir sur le devant de la scène la nécessité d'une refondation du système financier. Comme l'écrit M. JOUYET : « *les banques doivent maintenant accepter les sacrifices nécessaires* ». Leur responsabilité dans l'émergence de cette crise est importante. Leur concours pour la résoudre est indispensable. Ainsi par exemple, la nationalisation temporaire des établissements systémiques proposée par l'Institut Montaigne serait un moyen d'aligner l'intérêt de ces établissements, celui de leurs actionnaires, avec celui des Etats européens. Ce serait aussi une façon de « *remettre la maison en ordre* » comme le demande la Chine et d'éviter que la politique de l'Europe ne se fasse « *à la corbeille* » comme le refusait le général de GAULLE en son temps.

### **Cette crise a heureusement quelques effets secondaires positifs**

Comme souvent, quelques facteurs positifs apparaissent. Souvent des effets secondaires de la crise :

- **Le paradoxe américain** : Plus endettés et plus dépensiers que l'Europe, les USA ont perdu cet été leur notation « AAA » attribuée par Standard & Poor's en 1941. Cette dégradation a été assortie de perspectives négatives. Pourtant, l'Etat fédéral se finance à des taux historiquement bas (moins de 2% à 10 ans). Une monnaie mondiale, un marché profond, une banque centrale pragmatique, une culture de la croissance, une capacité prouvée à générer des excédents budgétaires et des entreprises d'envergure mondiale dynamiques sont les ingrédients qui nourrissent la confiance actuelle des investisseurs. Cette confiance est une notion relative. Les difficultés européennes servent sans conteste de faire-valoir.
- **Les matières premières ont baissé** : A l'exception du pétrole, la plupart des matières premières a reculé significativement en 2011. Le « deleveraging » de la finance et le ralentissement économique mondial sont les deux moteurs de cette tendance. C'est un facteur positif pour les marges des entreprises et la maîtrise de l'inflation en 2012.
- **L'euro faiblit** : Après avoir « merveilleusement » résisté, l'euro a considérablement faibli ces derniers mois. Triste nouvelle pour la BCE et les Allemands. Excellente nouvelle pour les entreprises européennes dynamiques à l'export.
- **Les émergents continuent d'émerger** : Dans un contexte mondial moins porteur pour leurs exportations, les émergents cherchent à se protéger en renforçant les échanges entre eux et en privilégiant l'investissement et la consommation locale. A un rythme plus ralenti, ils continuent d'émerger. La montée en puissance d'une classe moyenne de plus en plus nombreuse constitue un moteur de croissance durable. En Chine la classe moyenne compte près de 400 millions d'individus. L'équivalent de la population américaine. En 2011, les ventes de détail dans ce pays ont atteint 2 200Md€ (10% de plus que le PIB de la France). Elles ont progressé de 17% et sont attendues en hausse de 14% en 2012.
- **Les entreprises ont gardé la raison** : Obligées de vivre dans un environnement incertain depuis 2007, dans lequel les ressources financières sont plus rares, les entreprises ont fait de gros efforts d'adaptation. Dans l'ensemble, elles cherchent la croissance là où elle se trouve, gèrent leurs coûts avec rigueur, réduisent leurs dettes et se concentrent sur la génération de cash-flow.

### **Nos fonds amortissent le choc**

L'investissement en actions n'a pas été porteur en 2011. En tant que souscripteurs, nous sommes bien sûr déçus de constater l'effritement de la valeur de la part de nos FCP. Néanmoins, l'abondance de liquidités que nous avons maintenue dans nos fonds depuis plusieurs mois a permis d'amortir significativement le choc :

- A 9 813,44 €, notre fonds dédié est en baisse de 4,4% en 2011 (taux d'exposition moyen 32%). A titre indicatif, l'Eurostoxx 50 a baissé de 17% sur la période. Depuis son lancement le 26 mars 2010, il est en retrait de 1,87% (-21,2% pour l'Eurostoxx 50).
- A 9 645,27 €, Plan Bâisseurs est en retrait de 3,55% depuis son lancement le 8 juillet dernier (taux d'exposition moyen 28%). L'Eurostoxx 50 a baissé de 17% au cours de cette période.

Certes, nous sommes loin de notre objectif de 8% en moyenne par an. Maigre consolation, les marchés sont encore plus loin de leur tendance à long terme estimée à 6% par an.

### **La prime de risque ne reflète qu'en partie les nombreux défis à relever**

La prime de risque exigée par les investisseurs européens a progressé sensiblement depuis un an. Selon les calculs d'Associés en Finance, l'écart de rendement entre les actions (11,3%) et le Bund (2,1%) s'élève à 9,2%. Il est supérieur à celui qui prévalait fin décembre 2010 (6,6%). Cette évolution s'explique en partie par la baisse des taux longs allemands. Ils se situent aujourd'hui à un niveau historiquement bas. A 11,3%, le rendement exigé par les investisseurs européens est encore 25% inférieur au plus haut atteint en mars 2009 (14,7%). Compte tenu des incertitudes qui s'accumulent en Europe, nous n'excluons pas que l'aversion au risque conduise à retrouver des niveaux de prime de risque comparables aux périodes les plus troublées.

### **La période des soldes est-elle ouverte ?**

En Bourse comme ailleurs, c'est pendant les soldes qu'on fait les meilleures affaires. Malheureusement, l'ouverture des soldes pour investisseurs n'est pas encadrée par un arrêté préfectoral. C'est toujours a posteriori que l'on découvre qu'ils sont finis. L'anxiété générale n'incite pas à aller faire ses courses. C'est l'une des caractéristiques particulières de cet univers. L'investisseur fuit les marchés pendant les soldes.

Nous pensons que cette période a commencé. Le système financier est malade. C'est dans cet univers que se trouvent les plus gros investisseurs institutionnels : banques, sociétés de gestion, compagnies d'assurances, caisses de retraite, fonds de pensions. De nombreux facteurs les incitent à réduire leur exposition au risque : la réglementation, la cure d'amaigrissement qu'ils imposent à leurs bilans, la frilosité de leurs mandants.

Forts de liquidités abondantes (près de 70% de nos fonds), nous tenterons de profiter des excès de pessimisme qui ne manqueront pas de se produire, en acceptant une plus grande volatilité de nos fonds.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

## Annexe 1 : quelques données chiffrées

### Nos Fonds\*\*\*

Au 30 décembre 2011	valorisations	Depuis l'origine	Variation T4	Variation 2011
Plan Bâisseurs*	9 645,27 €	-3,55%	0,77%	-
Fonds dédié**	9 813,44 €	-1,87%	0,65%	-4,44%

\*Fonds créé le 8 juillet 2011

\*\* Fonds créé le 26 mars 2010

\*\*\* Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

### Repères

Au 30 décembre 2011	valeurs	Variation T4	Variation 2011
<b>Eurostoxx 50 (Europe)</b>	<b>2 316,55</b>	<b>6,28%</b>	<b>-17,05%</b>
Rémunération exigée en Europe*	9,3%	-0,9	+1,5
CAC 40 (France)	3 159,81	5,96%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>			
S&P 500 (USA)	1257,60	11,15%	0%
Nasdaq (USA technologies)	2605,15	7,86%	-1,80%
<b>Asie</b>			
Hang Seng (Hong Kong)	18434,39	+5%	-20%
Nikkei (Japon)	8455,35	-3%	-17%
<b>Emergents</b>			
Brésil (Bovespa Index)	56754,078	+8,5%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1381,87	+3%	-21,9%
Inde (Sensex)	15381,02	-6,5%	-25%
Chine (SSE Composite)	2199,42	-6,8%	-21,7%
<b>Taux 10 ans (au 5 janvier 2012)</b>			
France (OAT)	3,35%	+0,69	-
Allemagne (Bund)	1,86%	+0,02	-
USA (US Notes)	1,99%	+0,09	-
<b>Autres</b>			
Parité €/ \$	1,296	-3,3%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	107,38	+2%	+14%
Or (Once \$)	1563,7	-5%	+15%

Source : Bloomberg

\*inverse du PER de l'Eurostoxx 600, selon le consensus