

Paris, le 24 août 2011

« L'impatience de gagner fait perdre »

Cher investisseur,

Dans une période de grand stress sur les marchés financiers, nous vous adressons notre premier point d'actualité. Ce document vient compléter l'information délivrée dans nos lettres trimestrielles. Vous faire partager nos réflexions et analyses sur les événements exceptionnels qui jalonnent la vie des investisseurs est sa raison d'être.

La dégradation de la note attribuée aux Etats-Unis ...

Alors que le 2 août, le Congrès venait d'accepter in extremis de relever le plafond de la dette américaine, l'agence de notation Standard & Poor's décidait le 5 août de retirer la note AAA (la meilleure) attribuée aux Etats-Unis depuis 1941. Cette dégradation de « AAA » à « AA+ » était anticipée par de nombreux analystes. Elle est assortie d'une perspective négative. Dans un contexte de ralentissement de la croissance américaine et de défiance envers les finances publiques européennes et américaines, cette nouvelle a amplifié encore la fébrilité des marchés financiers.

... s'accompagne d'une baisse généralisée des marchés actions...

Sur les trois premières semaines d'août, l'indice Eurostoxx a baissé de 19% à 2159,07 dans un climat très volatil. Sur cette période, trois quarts des séances quotidiennes affichent un écart de plus de 4% entre le plus haut et le plus bas du jour. Sur 3 mois, l'indice Eurostoxx 50 a perdu près du quart de sa valeur. Oublié pour l'instant le consensus optimiste qui prévalait en début de cette année. L'indice Eurostoxx 50 affiche un recul de 22% depuis le 1^{er} janvier 2011. Aucune zone géographique ne fait exception. Le S&P 500 (500 plus grosses valeurs américaines) baisse de 10%. Les bourses asiatiques reculent de 10% à 20% (Chine -10%, Japon -15%, Hong Kong -15%, Taiwan -20%). Les émergents déclinent de 20% (Inde -19%, Brésil -25%).

...et d'une baisse historique des taux d'intérêt américains !

Dans le même temps, la hausse redoutée des taux longs, traduction de la dégradation de la qualité des signatures d'Etat, ne se produit pas. Au contraire, les taux des emprunts américains et allemands baissent rapidement. Ils se situent aujourd'hui au plus bas depuis 60 ans. Les investisseurs se ruent sur les emprunts des Etats qu'ils considèrent comme les moins risqués. Aux USA, ils acceptent un rendement inférieur à 2% à 10 ans alors que l'inflation se situe à 3,6%. Ils préfèrent donc les rendements réels instantanés négatifs des obligations à une exposition aux actions de sociétés pourtant prospères aujourd'hui et capables de distribuer de copieux dividendes. Après l'Islande et les Subprimes, cette baisse des taux est une grande leçon d'humilité pour Standard & Poor's.

Ces mouvements reflètent une forte inquiétude au sujet de la croissance mondiale

Concernant la baisse des taux américains, on peut imaginer que les marchés anticipent des mesures supplémentaires de la Fed à l'occasion de la réunion de Jackson Hole* ce week-end. Surtout, nous pensons que les investisseurs prennent conscience qu'une révision en baisse des perspectives de croissance pour 2011 et 2012 est en cours. L'excès d'endettement des Etats, des ménages américains mais aussi de certains peuples européens hypothèque la croissance future. Aux USA, l'accord sur le relèvement du plafond de la dette inclut des baisses de dépenses significatives. En Europe, la peur de la contagion conduit l'Espagne, l'Italie et la France à annoncer de nouvelles mesures d'austérité. Dans un contexte de chômage élevé, ces politiques contraintes ne constituent pas un socle de croissance très solide. La déception récente concernant la croissance au 2^{ème} trimestre aux USA** et en Europe (Allemagne, France) en atteste. La Grèce n'est pas épargnée avec une contraction du PIB de 4,5 à 5,3% attendue en 2011 contre 3,8% précédemment. L'effort d'assainissement des finances publiques se complique.

La dimension politique de la crise en Europe renforce l'aversion au risque

L'aversion au risque est amplifiée par l'incapacité actuelle des dirigeants européens à trouver un terrain d'entente pour renforcer la zone euro. A ce titre, les difficultés qui apparaissent déjà dans la mise en œuvre du plan d'aide à la Grèce annoncé le 21 juillet dernier ne sont pas très rassurantes :

- En Allemagne, le Parlement exige du temps pour examiner et ratifier le plan grec. L'échéance prévue fin septembre pourrait ne pas être tenue. Les commentaires récents de la Bundesbank ne sont pas non plus très positifs***.

- Les garanties réelles exigées par la Finlande (seul pays de la zone euro avec le Luxembourg à respecter les critères de Maastricht) deviennent un sujet de polémique. L'Autriche, les Pays-Bas et 2 autres pays exigeraient aujourd'hui aussi de telles garanties. Les grecs refusent.

Ces exigences des pays les plus vertueux rappellent que la capacité des peuples à accepter des sacrifices pour régler leurs problèmes ou ceux d'autres pays de la zone euro a des limites. Hors de la zone euro mais de façon plus violente, les émeutes en Angleterre le confirment.

Le spectre d'une crise financière systémique ressurgit

Dans un système financier insuffisamment réformé et toujours complexe, les inquiétudes persistantes sur la gestion de la crise de la dette européenne attisent la défiance envers les banques et les compagnies d'assurance dont les bilans sont remplis d'emprunts d'Etat. Les banques elles-mêmes semblent se méfier les unes des autres. Elles préfèrent placer leurs excédents quotidiens de liquidités auprès de la Banque centrale. Le spectre d'une crise systémique ressurgit.

Nos fonds amortissent le choc

Dans ce contexte, l'investissement en actions n'a pas été porteur ces derniers temps. Sur trois mois, seules deux valeurs parmi les 120 sociétés les plus importantes cotées à Paris sont en hausse : Hermès et Rhodia. Elles font toutes deux l'objet d'une OPA (rampante ou annoncée). Les 10% affichant les meilleures performances reculent de 6% en moyenne. Les 10% ayant le plus souffert baissent toutes de plus de 40%. Ce constat vaut pour les principales places européennes. 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 9 775,6 €, notre fonds dédié Plan Main Libre est en baisse de 4,8% depuis le début de l'année (taux d'exposition moyen 32%). A titre indicatif, l'Eurostoxx 50 a baissé de 22% sur la période. Depuis son lancement le 26 mars 2010, il est en retrait de 2,2% (-26% pour l'Eurostoxx 50).
 - A 9 572,2 €, Plan Bâisseurs est en retrait de 4,3% depuis son lancement le 8 juillet dernier (taux d'exposition moyen 27%). L'Eurostoxx 50 a baissé de 23% au cours de cette courte 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.

Nous abordons l'avenir avec confiance mais sans précipitation

Forts de liquidités très abondantes (près de trois quarts des fonds), nous envisageons l'avenir avec confiance. Notre vivier d'investissements s'est renforcé ces derniers trimestres. Les évaluations de nombreux dossiers commencent à nous paraître plus raisonnables. Mais la visibilité s'est détériorée. Mi-août, Morgan Stanley a revu en baisse ses prévisions de croissance mondiale pour 2011 et 2012 à respectivement 3,9% et 3,8% (contre 4,2% et 4,5%). Pour les Etats-Unis, le consensus de progression du PIB se situe aujourd'hui à un modeste 1,7% pour 2011. Dans le même temps les analystes financiers attendent encore une progression moyenne de 17% des bénéfices du S&P 500. Ainsi aux USA, la croissance attendue des bénéfices est 10 fois supérieure à celle du PIB, alors que la moyenne de ce ratio depuis 1954 n'est que de 5,4. Nous pensons qu'un mouvement de révision à la baisse des estimations de bénéfice des sociétés se prépare. Ce qui explique notre manque d'empressement à saisir des opportunités qui ne pourraient être qu'apparentes. Dans la période actuelle, nous faisons nôtre cette citation de Louis XIV : « *L'impatience de gagner fait perdre* ». Même si nous gardons à l'esprit que dans notre métier d'investisseur, l'impatience de gagner n'est pas la seule raison qui fasse perdre.

Un excès de défiance hors norme n'est pas exclu

La période actuelle étant d'une complexité hors norme, nous n'excluons pas des excès de défiance hors norme. Ce serait le cas si le ralentissement économique en cours se transformait en franche récession comme certains le prévoient. Avec pour conséquence une propagation du ralentissement aux pays émergents. Leurs économies dépendent encore beaucoup des consommateurs occidentaux. Ce serait aussi le cas, si les gouvernants européens ne parvenaient pas rapidement à s'accorder pour mettre effectivement en place un cadre plus stable pour la zone euro (règle d'or, Eurobonds, intégration renforcée des processus en matière économique et financière...). Pire encore, si les accords annoncés, particulièrement le plan grec du 21 juillet n'aboutissaient pas comme prévu.

Nous sommes prêts à chasser les fourmis...

Reste que comme l'écrit M. CUREL**** dans une interview au Figaro du 11 août dernier : « *comme toujours les fourmis impassibles et patientes gagnent la partie* ». Ces fourmis sont « *les entreprises non financières...qui font des efforts. Elles se portent bien, avec des bilans sains,..., des investissements pertinents et une exposition croissante au monde émergent* ».

Ce sont ces fourmis dans lesquelles nous sommes prêts à investir :

- Des sociétés gérées par des équipes énergiques capables d'insuffler une dynamique de croissance et de maintenir une rigueur dans la gestion des coûts et du cash-flow.

- Des groupes ayant accumulé un savoir-faire éprouvé par leur histoire parfois plus que centenaire et capables d'accompagner le développement de nouveaux bassins de consommation dans les pays émergents.
- Des actifs solides et décotés dont la rentabilité actuelle n'est pas optimale mais dont les managers subissent la pression des actionnaires.
- Des métiers disposant de fortes barrières à l'entrée et qui ne sont pas en vogue.

... au prix d'une volatilité accrue

Dans le langage anglo-saxon, le « bottom fishing » c'est savoir être cupide quand tout le monde à peur. L'objectif consiste à acheter au plus bas, ce qui est en pratique inaccessible. Aussi, faudra-t-il sans doute accepter progressivement plus de volatilité dans nos fonds pour bénéficier des excès de pessimisme qui pourraient bien se produire dans les mois à venir.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

** Réunion annuelle des banquiers centraux. Le QE2 a été dévoilé à cette réunion en août 2010. Un an et 600Md\$ de création monétaire plus tard, la croissance américaine n'a pas repris la pente ascendante attendue. L'immobilier reste déprimé, le chômage se maintient à un niveau élevé (9%).*

*** +1,3% en rythme annualisé contre +1,7% attendu en raison de la faiblesse des dépenses de consommation. Révision en forte baisse des chiffres précédemment annoncés pour le 1^{er} trimestre 2011 à +0,4% contre +1,9%.*

**** Déclaration d'août 2011 de la Bundesbank au sujet du plan d'aide à la Grèce du 21 juillet.*

"Les dernières décisions en date transfèrent de nouveaux risques importants vers les pays qui fournissent l'aide et vers leurs contribuables. Elles constituent également une étape vers un partage des risques liés à des finances publiques fragiles ou à des erreurs économiques dans certains Etats membres de la zone euro"

***** M. CIGUREL préside la Compagnie financière Edmond de Rothschild*