

Paris, le 20 juillet 2012

**«La seule chose que nous ayons à craindre, c'est la crainte elle-même»<sup>1</sup>**

- **L'optimisme du début d'année a fait long feu**
  - Baisse de -8,6% de l'Eurostoxx 50 sur le trimestre
  - Le système financier n'investit pas volontiers dans les dettes des pays fragiles
- **La tragédie grecque se poursuit, l'Espagne et l'Italie inquiètent**
  - La divergence des coûts de financement des Etats de la zone euro s'accroît
  - C'est une puissante force de désintégration potentielle de la monnaie unique
- **Sommet européen de juin 2012 : des déclarations ambitieuses, un calendrier précis**
  - Un chemin vers plus d'intégration en Europe annoncé pour la fin 2012
  - L'exécution risque une fois de plus d'être laborieuse
- **La crainte domine et crée un stress qui contamine l'économie réelle**
  - Ralentissement synchronisé des principales économies du monde
  - Fuite vers la sécurité au détriment des actions européennes
  - Le thème « value » n'est pas à la mode
- **Notre gestion flexible permet d'amortir le choc**
  - Baisse de -2,2% de notre fonds dédié sur le trimestre (taux d'exposition moyen 35%)
  - Baisse de -2,1% de Plan Bâtisseurs sur le trimestre (taux d'exposition moyen 28%)
- **Les périodes de turbulence sont sources d'opportunités**
  - L'écart entre le prix boursier et notre évaluation de nombre de sociétés s'accroît

Cher Investisseur,

Malgré une hausse de +4,9% le 29 juin à l'occasion du sommet européen, l'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a cédé -8,6% sur le second trimestre (-2,2% depuis le début de l'année). Il efface la performance positive du premier trimestre (+6,9%). Les principales places boursières mondiales sont toutes en baisse (voir tableau en annexe).

L'optimisme de ce début d'année a fait long feu. Au premier trimestre, la perception des risques avait diminué beaucoup plus vite que les risques eux-mêmes. Les événements politiques et économiques du second trimestre le confirment. Dans le cadre institutionnel européen pour le moins complexe, l'action des décideurs politiques, n'éclaire toujours pas sur leur capacité à :

- éviter la dislocation de l'Europe et de l'euro avec plus d'intégration, de solidarité et de rigueur ;
- maintenir un espoir de croissance ;

Le système financier est toujours fragilisé par son exposition aux dettes souveraines et immobilières. Le besoin de réforme reste important. Les nouvelles affaires du trimestre en attestent (informations délivrées par la banque espagnole Bankia sur sa santé réelle, pratiques d'HSBC en

<sup>1</sup> Citation de Franklin D. ROOSEVELT, 1933

matière de blanchiment, entente sur la fixation du Libor, perte de 7,5Md\$ provoquée par un opérateur sur fonds propres chez JP Morgan Chase...).

Un ralentissement synchronisé des différentes zones apparaît. L'économie américaine donne des signes d'essoufflement, tout comme les marchés émergents.

### ***L'injection de liquidités de la BCE fin 2011, début 2012 a montré ses limites***

Les 1000Md€ de liquidités apportées au système financier dans le cadre des deux LTROs, fin 2011 et début 2012, a permis aux banques d'assurer leur refinancement. Le système financier est soutenu. Il bénéficie même d'une garantie gratuite et implicite des Etats. Libres de leurs choix d'investissement, les institutions financières n'ont pas pris le risque ce trimestre d'investir volontiers les liquidités mises à leur disposition dans des obligations d'Etats qui ne leur inspirent pas confiance :

- les taux en Espagne et en Italie se tendent ;
- le coût de financement des Etats perçus comme relativement plus sûrs (Allemagne, France, USA, Japon) baisse ;
- l'essentiel des sommes reçues (800Md€) était toujours à la BCE fin juin.

### ***La tragédie grecque s'amplifie, deux cercles vicieux se mettent en place en Espagne et en Italie***

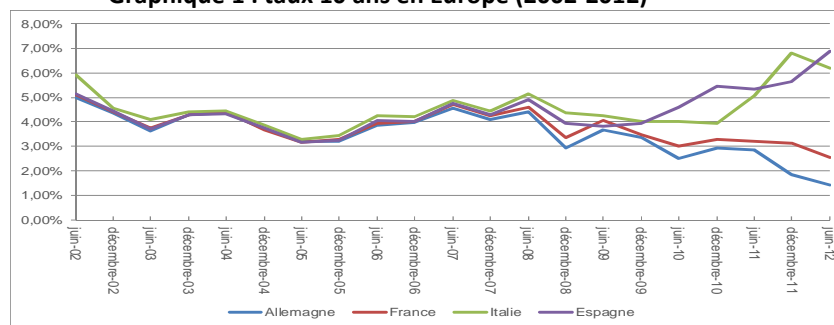
La tragédie grecque s'est amplifiée au cours du trimestre. Ce pays ne parvient pas à mettre en œuvre les mesures annoncées en contrepartie des plans d'aide de 2010 et 2011. La récession s'aggrave. La crise est à la fois politique (montée des extrêmes, démissions régulières de ministres tout juste nommés) économique et sociale. La BCE, l'Europe et le FMI s'impatientent et prennent leur distance. Une sortie de la Grèce de la zone euro à court terme est une hypothèse réaliste. La Grèce a néanmoins quitté le devant de la scène laissant place à l'Espagne et l'Italie :

- Fragilisé par plus de 180Md€ de créances immobilières non performantes (18% du PIB du pays), le système bancaire espagnol doit être recapitalisé. Cette opération menace l'effort de redressement mené par le gouvernement central. Un cercle vicieux se met en place. La prise en charge par l'Etat de cette nécessaire recapitalisation alourdirait la dette publique, menaçant l'effort de redressement des comptes, attisant la défiance des investisseurs vis-à-vis des obligations d'Etat, fragilisant à son tour le système financier, gros détenteur de dettes souveraines. Les problèmes de trésorerie des régions ajoutent un stress supplémentaire.
- Dans une autre logique, l'Italie est aussi menacée. Craignant que l'austérité ne déprime les recettes fiscales et ne provoque une montée du chômage conduisant à un dérapage des déficits publics, les investisseurs exigent une prime de risque provoquant une hausse des taux d'intérêts. Cette hausse menace de rendre prohibitif le coût de financement de l'énorme dette publique italienne (1900Md€, 120% du PIB), conduisant à un renforcement de l'austérité avec pour conséquence funeste, une déprime accrue des recettes fiscales.

### **Les investisseurs se préparent à une désintégration de l'Euro**

Dans ce contexte, la force de frappe des mécanismes européens (700Md€ pour le MES et le FEFS) paraît bien faible comparée à la dette publique cumulée de l'Espagne et de l'Italie (2 800Md€). Les investisseurs doutent légitimement de la capacité de ces protections à jouer leur rôle. La divergence des coûts de financement des Etats s'amplifie, en particulier ce trimestre. (Graphique 1).

**Graphique 1 : taux 10 ans en Europe (2002-2012)**



Les discours politiques du dernier sommet européen fin juin évoquant un calendrier précis pour une avancée vers plus d'intégration européenne ne convainquent pas. En pratique, les investisseurs constatent le désaccord persistant entre l'Europe du Nord et ses partenaires (incluant la France) au sujet des Eurobonds, obligations représentatives de la zone euro dans son ensemble et garanties par elle-même. La différence de traitement des dettes d'Etats, est une puissante force de désintégration de la zone euro. Comme souvent dans l'univers financier, la prophétie pourrait être auto réalisatrice :

- Les Etats les plus solides profitent d'une réduction du coût de financement de leur dette. Des marges de manœuvre budgétaires se libèrent. La confiance s'autoentretient ;
- Les Etats soumis à des plans sévères d'austérité voient leur croissance se détériorer. Leur capacité à tenir leurs engagements est remise en cause. La défiance des investisseurs augmente, avec pour conséquence une hausse des taux d'intérêts. La marge de manœuvre budgétaire se réduit. La défiance s'autoentretient.

### **19ème sommet européen : des déclarations ambitieuses, une exécution laborieuse**

En fixant des intentions et un calendrier précis, le sommet européen fin juin a déclenché un compte à rebours porteur d'espoirs mais surtout d'inquiétudes. Les ambitions affichées sont volontaristes. L'exécution risque d'être laborieuse. Le communiqué du Conseil européen précise que son président (Herman Van Rompuy), en liaison avec le président de l'Eurogroupe (Jean-Claude Juncker) et celui de la BCE (Mario Draghi) a été invité à élaborer une feuille de route assortie d'échéances précises pour la réalisation d'une véritable union économique et monétaire. Elle vise à établir « *un cadre financier intégré, un cadre budgétaire intégré, un cadre de politique intégré et un renforcement de la légitimité démocratique et de l'obligation de rendre des comptes* ». Un rapport intermédiaire doit être présenté en octobre 2012 et un rapport final avant la fin de l'année. Les principaux pays ont chacun défendu des mesures correspondant à leurs préoccupations à court terme.

- L'Espagne a obtenu la recapitalisation directe de ses banques (100Md€) par des fonds européens (FEFS, MES). Cette mesure, permettant de ne pas aggraver les déficits publics du pays, a été présentée comme un premier pas vers une mutualisation des dettes. De son côté Angela MERKEL a précisé début juillet : "*Le gouvernement espagnol est évidemment garant des aides dans le cadre du programme pour l'Espagne*". Le pays a aussi obtenu une année

supplémentaire pour atteindre un déficit de 3% du PIB. Avec pour corollaire, un plan supplémentaire d'austérité de 65Md€ (6,5% du PIB) annoncé début juillet.

- L'Italie, plombée par une dette publique de 1900Md€ (120% du PIB) a obtenu d'être considérée comme un pays vertueux maltraité par les marchés. Sa dette pourra être acquise par les mécanismes européens.
- La France met en avant le rééquilibrage des politiques européennes en faveur de la croissance. Le Pacte de croissance obtenu s'élève à 120Md€ (1% du PIB européen). Etalée sur plusieurs années, la somme est modeste.
- L'Allemagne a obtenu la création d'une supervision bancaire européenne dont les contours restent à définir mais ne cède rien sur le sujet de la mutualisation de la dette souveraine voulue par ses partenaires.

### ***L'Europe et la zone Euro parviendront-elles à se réformer ?***

Après plus de deux ans de crise, le problème de la zone euro ne se résume toujours pas aux difficultés de ses membres pris individuellement. C'est le fonctionnement même de l'Europe et de la zone euro qui est en cause. « *Les forces de désintégration deviennent évidentes. Le patient se meurt pendant que les docteurs délibèrent* ». Cette phrase de George Marshall au retour d'une visite en Europe en 1947 est d'une grande actualité. Les crises des finances publiques (Grèce, Italie, Portugal) et les crises immobilières et bancaires (Irlande, Espagne) ont engendré une crise politique en Europe. La multiplicité des intervenants, la complexité des processus de décision, la divergence des points de vue et des intérêts de ses membres, la remise en question quasi permanente des décisions annoncées, la diversité et la lenteur des processus démocratiques au sein de la zone, font naître un climat d'incertitude et de doute. Puisqu'un calendrier serré a été arrêté (octobre puis décembre 2012), les prochains mois seront déterminants pour répondre à quelques questions structurantes :

- les décideurs politiques s'accorderont-ils sur un projet fédérateur à long terme ?
- un consensus émergera-t-il quant au chemin à emprunter pour parvenir à une véritable intégration économique et financière européenne ?
- les mesures seront-elles suffisamment énergiques et rapides pour briser les cercles vicieux qui mettent en danger l'Espagne et l'Italie et donc l'ensemble de la zone euro ?
- la crainte des agents économiques au sujet de l'avenir de l'Europe et du système financier sera-t-elle maîtrisée avant qu'elle ne contamine significativement l'économie réelle ?

### ***Réponse probable avant la fin de l'année 2012***

Les réponses à ces questions relèvent de choix politiques impliquant un grand nombre d'intervenants. Le résultat des négociations qui s'annoncent au second semestre 2012 est plus qu'incertain. Le chemin tortueux emprunté ces dernières années ne plaide pas en faveur d'une résolution claire et rapide des problématiques européennes. Comme l'a écrit Martin Wolf dans l'une de ses chroniques du Financial Time, « *I don't know, and the problem is that no one knows* ». Résultat, tout le monde s'inquiète, même les décideurs politiques. Une chose est certaine : tous les acteurs n'auront pas la même analyse de leur propre intérêt :

- « *la Finlande ne s'accrochera pas à l'euro à n'importe quel prix et nous sommes prêts à tous les scénarios, y compris à abandonner la monnaie unique européenne... La responsabilité collective pour les dettes et les risques d'autres pays n'est pas ce à quoi nous devons nous préparer* ». Cette

déclaration récente de Jutta Urpilainen, ministre finlandaise des Finances synthétise la position de la ligne dure des pays d'Europe du Nord.

- De même, mais pour des raisons opposées, l'accumulation des plans d'austérité et leurs conséquences sur les tissus sociaux en Europe du Sud pourraient amener les électeurs de certains de ces pays à considérer la sortie de l'euro comme une délivrance.
- Au contraire, les responsables des institutions européennes en charge de la rédaction des rapports et les Etats du cœur de la zone euro tenteront de préserver l'édifice à tout prix.

Essayons d'être positifs. Si la confiance dans le destin de l'Europe et de la zone euro (dans son périmètre actuel ou dans une configuration plus resserrée) revenait, et si les investisseurs pouvaient acquérir des emprunts représentatifs de l'économie de la zone euro dans son ensemble et garantis par elle, il n'est pas exclu que les Etats concernés puissent se financer à des niveaux comparables aux autres puissances économiques. Comme le montre le tableau ci-dessous, la zone euro est moins endettée et moins dépensière que les autres zones.

#### Economie, budgets, coût de financement des Etats

Pays (données 2012)	Dettes publiques (% PIB)	Déficit public (% PIB)	Dettes ménages (% revenus)	Taux Epargne (% revenus)	Solde extérieur (% PIB)	Croissance du PIB	Taux (10 ans)
<b>Zone euro</b>	<b>91%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>105%</b>	<b>12,5%</b>	<b>+0,7%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-</b>
<i>Allemagne</i>	<i>82%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>85%</i>	<i>17%</i>	<i>+5,2%</i>	<i>+1%</i>	<i>1,43%</i>
<i>USA</i>	<i>107%</i>	<i>-8,2%</i>	<i>110%</i>	<i>4%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>+2%</i>	<i>1,42%</i>
<i>Japon</i>	<i>234%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>110%</i>	<i>12,5%</i>	<i>+2,2%</i>	<i>+2,4%</i>	<i>0,75%</i>
<i>UK</i>	<i>89%</i>	<i>-8,1%</i>	<i>150%</i>	<i>5,5%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>+0,2%</i>	<i>1,67%</i>

Source : FMI-Natixis

#### **Et pour l'instant, tout le monde s'inquiète... pas seulement pour l'Europe.**

La crise de la zone euro impacte le reste du monde tant par son poids économique que par le climat d'incertitude qu'elle fait peser sur le système financier et sur le moral des acteurs économiques. L'économie américaine s'essouffle. Dans sa mise à jour de juillet 2012, le FMI table sur une croissance de +2% en 2012 et de 2,3% en 2013, revue en baisse de -0,1% pour chacune de ces deux années. Reste que la situation américaine n'est pas seulement la conséquence des difficultés européennes. Un « mur budgétaire » s'annonce pour la fin de l'année. En l'absence d'accord sur le relèvement du plafond de la dette fédérale (100% du PIB), l'accord négocié durant l'été 2011 provoquerait la non reconduction des allègements fiscaux ainsi que des coupes automatiques dans les budgets fédéraux. Selon le FMI et le CBO (Congress Budget Office), ces mesures auraient un impact de près de 4 points de PIB en 2013. Au fond, l'équation américaine pour l'année prochaine ressemble à celle qui s'impose à l'Europe depuis 2010 : réduire le déficit public pour remettre la dette sur une trajectoire soutenable à long terme, sans remettre en cause la croissance économique. Dans ce contexte plutôt défavorable en Europe et aux USA, la croissance des pays émergés est aussi revue en baisse. En particulier, le poids de l'investissement dans la croissance chinoise continue d'inquiéter.

**Dans ce contexte, la fuite vers la sécurité perçue est à son comble**

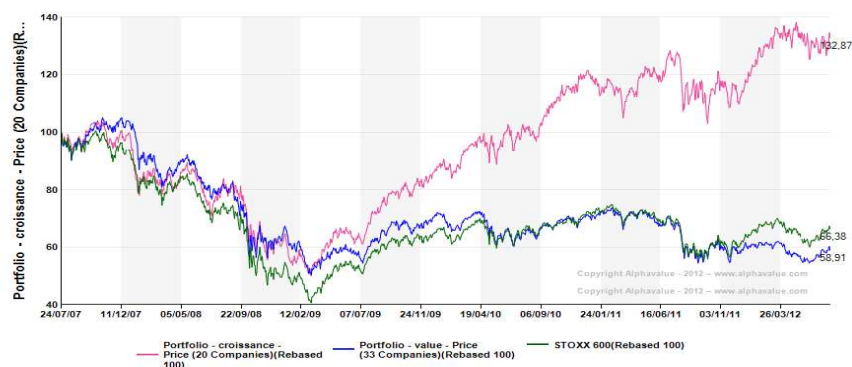
Les investisseurs se ruent vers les actifs qu'ils considèrent comme «sûrs». Jamais les Etats qui inspirent le moins de défiance ne se sont financés à des niveaux si peu élevés. Compte tenu de l'inflation, les taux réels sont négatifs. Sur les échéances courtes, un nombre grandissant d'Etats européens se finance aujourd'hui à des taux nominaux négatifs. Le prêteur paie pour prêter. Cette fuite vers la sécurité se fait au détriment des actions, en particulier européennes. Sur 5 ans, l'Eurostoxx 600 a perdu près de 35% de sa valeur (courbe verte du graphique ci-dessous). L'un des plus mauvais score au monde. Les secteurs traditionnellement défensifs (télécommunications, pharmacie, services aux collectivités), les valeurs cycliques (construction, automobile...) ont été particulièrement malmenés. Ils souffrent :

- des changements réglementaires ou technologiques favorisant l'arrivée de nouveaux entrants ;
- de leur dépendance vis-à-vis de marchés régulés ou de décisions politiques ;
- de la forte sensibilité de leurs profits aux variations de conjoncture.

Un échantillon de 33 valeurs européennes de notre vivier correspondant à ces thèmes affiche un repli de plus de 40% sur 5 ans (courbe bleue du graphique 2).

Seuls les titres de groupes affichant une croissance visible («croissance») ont été épargnés. En particulier les sociétés dont l'activité est tirée par le développement des nouveaux bassins de consommation dans les pays émergés. Un échantillon de 20 valeurs de notre vivier correspondant à ce thème affiche une hausse de plus de 30% sur 5 ans (courbe rose du graphique 2).

**Graphique 2 : Fuite vers la qualité dans l'univers des actions européennes**



Source : Alphavalue



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

L'abondance de liquidités que nous avons maintenue dans nos fonds a joué son rôle d'amortisseur en particulier ce trimestre. Peu enclin à payer trop cher la croissance, nous avons peu profité de la fuite vers la sécurité qui a tiré les performances des valeurs de croissance d'une façon qui nous paraît excessive:

- A 9 843 €, la part de notre fonds dédié est en baisse de -2,2% sur le trimestre (taux d'exposition moyen 35%). A titre indicatif, l'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a baissé de -8,6% sur la période. Depuis son lancement le 26 mars 2010, ce fonds est en baisse de -1,6% (-23% pour l'Eurostoxx 50).
- A 9 441,92 €, la part de Plan Bâisseurs a baissé de -2,1% sur le trimestre (taux d'exposition moyen 28%). Depuis son lancement le 8 juillet 2011, il est en retrait de 5,6%. A titre indicatif, l'Eurostoxx 50 (dividendes non réinvestis) a baissé de -19% sur la même période.

Dans le contexte actuel, c'est clairement dans la catégorie des sociétés les moins à la mode (thème « value ») que nous cherchons de nouvelles idées d'investissement :

- les cours de Bourse de nombre d'entre-elles sont déconnectés de la valeur que nous leur attribuons dans le cadre de nos travaux d'évaluation. Les quelques OPA (offres Publiques d'Achat) réalisées ces derniers mois en attestent. Les acheteurs industriels paient des primes de 30% à 100% sur les derniers cours cotés (+53% pour TNT Express, +88% pour LVL Medical, +30% pour Entrepose Contracting) ;
- Ce prix boursier constitue souvent un plus bas historique, témoignant de la défiance actuelle des investisseurs pour ces thèmes d'investissement;
- les rares acheteurs qui se risquent sur ces terrains sont des investisseurs avertis connaissant bien les sociétés dans lesquelles ils se renforcent. Carlos SLIM investit dans KPN, La famille Bouygues a renforcé son poids dans le capital du groupe qu'il contrôle. Bolloré a fait de même chez Havas, le même Bolloré investit dans Vivendi...
- les 33 valeurs européennes de notre vivier correspondant à ce thème affichent un rendement moyen de 5,7% (1,9% pour la moyenne des 20 groupes correspondant au thème « croissance »)

La période de turbulence que nous traversons devrait se poursuivre au second semestre. Elle est source d'opportunités pour l'investisseur patient à la recherche raisonnée de valeurs européennes décotées. Grâce à notre gestion flexible, le volant significatif de liquidités dont nous disposons (environ 2/3 de nos fonds) nous donne une belle marge de manœuvre. A condition d'accepter une plus grande volatilité.

Benoit Duval

Alain Lefèvre

**Annexe 1 : quelques données chiffrées**
**Nos Fonds**

Au 30 juin 2012	valorisations	Variation T2 2012	Variation S1 2012	Variation 2011
<b>Fonds dédié*</b>	<b>9 843 €</b>	<b>-2,22%</b>	<b>+0,30%</b>	<b>-4,44%</b>
<b>Plan Bâisseurs**</b>	<b>9 441,92 €</b>	<b>-2,11%</b>	<b>-2,11%</b>	<b>-3,55%</b>

\* Fonds créé le 25 mars 2010

\*\* Fonds créé le 8 juillet 2011

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

**Repères**

Au 30 juin 2012	valeurs	Variation T2 2012	Variation S1 2012	Variation 2011
<b>Eurostoxx 50 (Europe)</b>	<b>2264,72</b>	<b>-8,6%</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-17,05%</b>
Rémunération exigée en Europe*	9,26%	+0,16	-0,04	+1,5
CAC 40 (France)	3196,65	-6,6%	+1,2%	-16,95%
<b>Etats-Unis</b>				
S&P 500 (USA)	1362,16	-3,3%	+8,3%	0%
Nasdaq (USA technologies)	3091,57	-5,6%	+12,7%	-1,80%
<b>Asie</b>				
Hang Seng (Hong Kong)	19441,46	-5,4%	+5,5%	-20%
Nikkei (Japon)	9006,78	-10,7%	+6,5%	-17%
<b>Emergents</b>				
Brésil (Bovespa Index)	54354,63	-15,7%	-4,2%	-18,1%
Russie (RTS Index)	1350,51	-17,5%	-2,3%	-21,9%
Inde (Sensex)	17429,98	+0,15%	+13,3%	-25%
Chine (SSE Composite)	2225,43	-1,65%	+1,2%	-21,7%
<b>Taux 10 ans (au 30 juin 2012)</b>				
France (OAT)	2,53%	-0,23	-0,59	-
Allemagne (Bund)	1,43%	-0,38	-0,11	-
Italie	6,18%	+0,95	-0,49	-
Espagne	6,88%	+1,42	+1,80	-
Irlande	7,30%	+0,10	-0,99	-
Grèce	27,69%	-6,75	-3,72	-
USA (US Notes)	1,42%	-0,60	-0,38	-
Japon	0,75%	-0,18	-0,20	
<b>Autres</b>				
Parité €//\$	1,2665	-5,7%	-2,3%	-3,3%
Pétrole (BRENT \$)	97,51	-20,6%	-9,2%	+14%
Or (Once \$)	1593,8	-4,5%	+1,8%	+15%

Source : Bloomberg

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