

Neuilly sur Seine, le 25 novembre 2011

Les marchés ont-ils pris le pouvoir en Europe?

En tout état de cause, la défiance des investisseurs envers les politiques à mener des projets et réformes ambitieuses est tout à fait légitime. Les gouvernements les plus fragiles sont tombés à l'instar de la Grèce, de l'Italie ou encore de l'Espagne récemment. Les nouveaux décideurs sont d'anciens technocrates de la BCE ou des grandes banques d'affaires. Seront-ils rassurer et composer avec l'actuel « cœur » européen franco – allemand ?

Les Européens souffrent aujourd'hui d'un manque crucial de cohésion et de mise en œuvre concrète des plans d'action décidés (le cas grec qui s'enlise depuis plus de 2 ans en est un exemple tout comme les détails de l'accord sur le FESF - le fonds européen de stabilité financière – qui se font toujours attendre, après un vote obtenu à l'arraché...)

Aujourd'hui quelle est la situation en Europe ? Aucun actif n'est sans risque, même les obligations allemandes, hier jugées valeurs refuges, ont subi un étonnant pamphlet lors de la dernière adjudication du 23 novembre et les taux allemands s'envolent eux aussi (taux 10 ans à 2.2%) à l'instar de la France (3.7%), l'Espagne (6.6%) ou encore l'Italie (7.2%)... Les taux américains et anglais sont encore recherchés (1.9% et 2.2% respectivement) mais pour encore combien de temps ?



Outre cette défiance envers les politiques, le marché souffre d'énormes flux vendeurs de dettes souveraines, non seulement du côté américain (par exemple les « mutual funds » ont réduit leurs expositions aux banques françaises de 65Mds\$ à 15Mds\$ en l'espace de 5 mois!) mais aussi de tout le système financier européen. En effet les banques de la zone Euro ont déjà massivement réduit leurs expositions aux dettes périphériques en vue de satisfaire les conditions des stress tests. Les assureurs ont

pris le relai ce quatrième trimestre et n'hésitent pas à vendre aussi bien des dettes italiennes que françaises ou allemandes, amenant les taux bien au-delà de leurs niveaux fondamentaux.

La résultante de tout cet imbroglio est criante et patente sur le marché interbancaire européen. Nous avons une crise de liquidité mais pas de solvabilité. Les banques sont contraintes de réduire à marche forcée leurs bilans sous la pression des marchés et des régulateurs alors qu'en 2009, les acteurs avaient convenu de lisser ces actions sur 10 ans. Les excès de liquidité ne sont plus recyclés et la BCE apparaît comme le seul acheteur crédible à court terme. Cependant apporter de la liquidité illimitée à court terme ne suffira pas, hormis à éviter des faillites... Car le véritable problème des banques est qu'elles ne peuvent plus financer de projets de long terme et par voie de conséquence apporter des crédits à l'économie réelle.

Alors quels rôles doivent jouer la BCE et les politiques européens ?

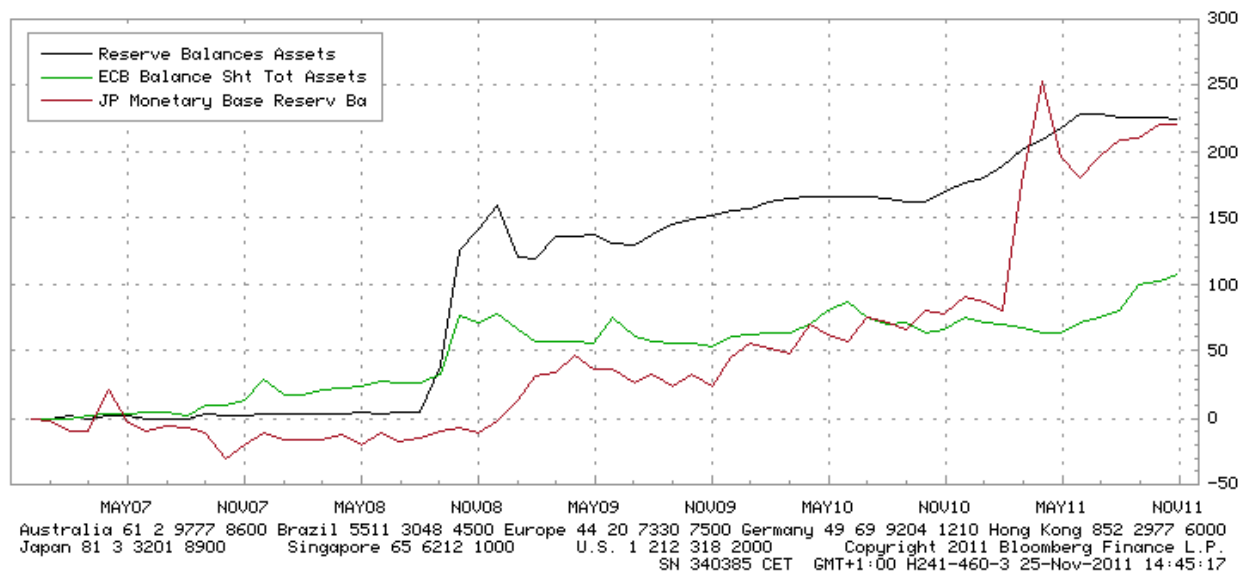
Le mécanisme vicieux « auto-réalisateur » actuel ne s'arrêtera que lorsque le système bancaire aura une véritable visibilité sur le financement à long terme. Les banques centrales américaine et anglaise se sont déjà positionnées en ce sens. De notre point de vue, la BCE doit rassurer et « menacer » d'intervenir sur les marchés de manière illimitée pour normaliser la situation (acheteur en dernier ressort).

La BCE est bien consciente de la réalité, elle a d'ailleurs commencé des achats sur le marché secondaire mais à très faible échelle pour 2 raisons : l'un étant l'aléa moral et l'autre les freins des statuts actuels. En effet, sous les pressions de l'Allemagne notamment, la BCE souhaite une discipline budgétaire sans faille de tous les pays, via un renforcement du cadre budgétaire européen et donc une révision des traités. D'autre part dans les statuts même de la BCE, celle-ci ne peut participer au financement monétaire des Etats membres (notion de « prêteur » en dernier ressort). Aujourd'hui la BCE et la commission européenne incitent donc les politiques à aller bien plus loin dans l'intégration fiscale, avant de s'engager et d'intervenir plus activement dans les rachats sur le marché secondaire. A titre de comparaison, la politique dite de « quantitative easing » (l'assouplissement quantitatif est une politique monétaire dite non conventionnelle utilisée par certaines banques centrales pour augmenter la masse monétaire en augmentant les excédents de réserve du système bancaire) de la BCE représente un peu moins de 200B€ soit moins de 2% du PIB de la zone, contre 12 à 20% pour les banques centrales américaine, anglaise et japonaise.

Dates: 12/29/06 - 11/30/11 Périodcté Mois 59 Mois Périodcté

Titres	Devise	Variation	Total Ret	Différence	Equiv. ann.
1 FARBAST Index	USD	224.32 %	224.32 %*	116.38 %	26.99 %
2 EBBSTOTA Index	EUR	107.94 %	107.94 %*		16.03 %
3 JNMBRESB Index	JPY	221.13 %	221.13 %*	113.19 %	26.74 %

Period Changed from W to M. Check <HELP> (*=Ni dividendes ni coupons)



Selon nous, une simple annonce d'un achat de l'ordre de 15 à 20B€ par semaine au lieu de 5 à 10B€ aujourd'hui, serait un signal très fort envoyé au marché en vue d'une normalisation. En plus, aux « défenseurs de l'inflation », nous arguons que cette politique ne serait pas inflationniste, car la BCE achèterait des actifs qui ne sont pas à leur niveau fondamental contrairement à la FED par exemple qui cherche à baisser par tous les moyens les coûts d'emprunts sur les mortgages pour relancer la dynamique cyclique de l'économie américaine.

Les politiques doivent dorénavant prendre leurs courages à deux mains et montrer à la BCE qu'ils sont prêts à plus d'efforts (réformes structurelles, discipline budgétaire notamment) pour regagner en crédibilité. A ce titre, nous sommes toujours convaincus qu'un cadre rigoureux à la mise en place des fameux « Eurobonds ou Euro obligations » est nécessaire à moyen terme (pour en terminer avec les dérives budgétaires du passé et en finir avec les discriminations nationales). De plus ce marché unifié serait porteur de liquidité et stabilité auprès de nos créanciers. N'oublions pas qu'une des raisons de la crise et de la mainmise du marché réside dans le fait que notre dette est majoritairement détenue par des étrangers contrairement au Japon par exemple!

En conclusion, seule une action courageuse, claire et concertée entre les politiques européens et la BCE ne pourra résoudre la situation actuelle dont les marchés se font écho. C'est malheureusement au pied du mur que les solutions sont actées, encore faut-il aussi les mettre en place ! Mais l'Europe pourrait en sortir grandie et comme un modèle de référence.

Espérons juste que nos politiciens mettent de côté leurs égos avant les élections et ne s'arrêtent pas en temporisant et redonnant « la patate chaude » à leurs successeurs. Les électeurs peuvent comprendre la réalité économique, dès lors qu'ils permettent d'atteindre des objectifs à long terme, et accepter des choix difficiles, en témoigne les dernières élections en Espagne, où le Parti Populaire va imposer une cure d'austérité encore plus dure que sous le gouvernement socialiste.

Quels impacts sur notre gestion ?

Comme nous l'avons écrit tout l'été, cette grave crise politique s'est transmise dans l'économie réelle à travers la crise de liquidité affectant particulièrement les banques. Les politiques budgétaires actuelles déjà restrictives et austères n'ont plus de marges de manœuvre et pèseront sur les perspectives économiques. Aujourd'hui la récession en Europe est inévitable, nous y sommes très certainement déjà. Récession toute ou partie déjà perceptible dans les prix des actifs : les PER -Price Earning Ratio- sont revenus au niveau de fin 2008, autour de 8 en zone Euro, alors même que les sociétés ont depuis clairement amélioré leurs situations financières en taillant dans les dépenses et en ayant restauré une certaine vertu budgétaire.

Le manque de visibilité à court terme et l'inefficacité politique, couplée à une BCE toujours frileuse, rend, chaque jour, la situation toujours plus délicate en Europe. Mais il ne faut pas aussi sous-estimer les risques de contagion au Royaume Uni (le plus proche !), aux Etats Unis (via les banques américaines) et en Chine (premier partenaire commercial de l'Europe). La crise des dettes européennes qui s'est fortement accentuée cet automne menace désormais la croissance mondiale. Les Etats-Unis montrent cependant des signaux positifs dans les derniers indicateurs avancés mais un nouvel échec du comité bi-partisan mi-novembre, souligne là encore, la difficulté des politiques à prendre des décisions certes difficiles mais nécessaires. Les pays émergents semblent les seuls encore solides, en passe de gagner leurs paris pour contrer l'inflation et disposent même de ressources pour stimuler leurs économies domestiques en réduisant la pression monétaire.

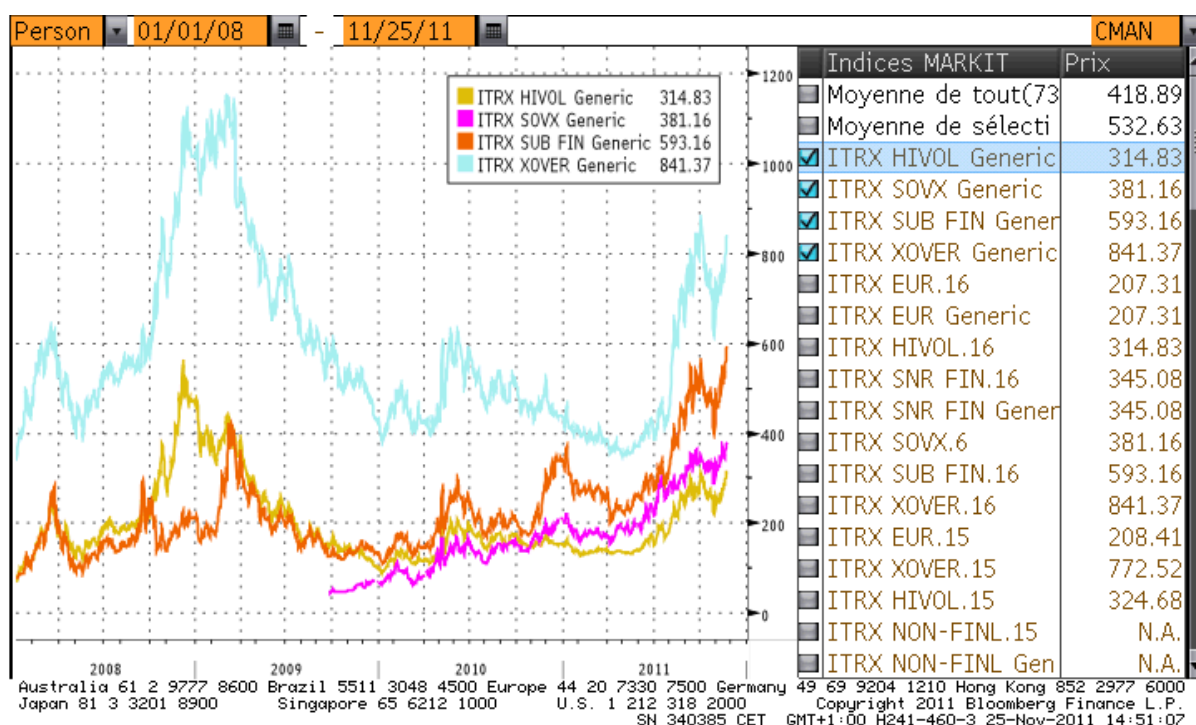
Aujourd'hui nous cherchons à tirer parti de cet environnement très volatil à travers 4 axes.

1/ *Via, un positionnement de conviction sur les obligations privées qui présentent selon nous les meilleurs fondamentaux à moyen terme.*

En effet, les rendements actuels offerts par les obligations privées sur la zone Euro en particulier reflètent des anticipations de défauts qui nous paraissent excessives. La dégradation de la qualité de crédit des Etats pénalise fortement les entreprises du pays, en tout premier lieu les banques. Les spreads de crédit ont fortement augmenté, conséquence directe de la crise des dettes souveraines des Etats européens et du ralentissement brutal des perspectives de croissance mondiale. Aussi, un mouvement violent de « flight to quality » a créé une prime de liquidité sur les obligations privées. La situation aujourd'hui est différente de 2008, les entreprises ont des bilans beaucoup plus sains et ont déjà refinancé une bonne partie de leurs dettes. Les banques ont-elles aussi renforcé leur solvabilité sous la pression des marchés et de Bâle III. Une normalisation de la situation européenne créerait un véritable potentiel de surperformance sur ce marché. Aujourd'hui, les obligations privées offrent une alternative de rendement intéressant couplé à un risque maîtrisé. La base d'investisseurs s'est élargie (fonds dédiés, gestion privée, fonds de pension...), dû à un univers plus large et plus diversifié qu'auparavant : on anticipe donc un mouvement progressif vers plus de financement de marché et donc plus d'opportunités pour les investisseurs.

Nous avons eu un écartement rapide et violent à l'été. Au 25/11/2011, que nous dit le marché?

- Le High Yield (ITRX XOVER) traite à 841 bps de spread (soit plus que 3.5 bps de portage en journalier)
- Le spread, traduisant le stress sur le secteur financier (ITRX SUB FIN), est plus élevé qu'en 2008
- Le spread « corporate » (ITRX HI-VOL) hors financière est à 314 (plus de 400 au pire de la crise de 2008)



2/ *Nous conservons aussi un biais positif sur le dollar qui nous semble toujours sous-évalué.*

Cependant, le cas particulier du dollar contre euro, par certains côtés, est difficile à appréhender à court terme. Force est de constater, en effet, la « bonne » tenue de l'euro alors qu'une implosion de la zone Euro est murmurée par le marché. Elle nous paraît néanmoins impossible car elle provoquerait un tsunami dévastateur au niveau mondial qui appellerait à une réaction massive et concertée de toutes les banques centrales.

Alors l'euro résiste selon nous pour 3 raisons :

- la politique de la BCE apparaît comme moins inflationniste que celle de la FED (phénomène de stérilisation)
- les flux de capitaux ont été plus importants vers la zone Euro que vers les Etats Unis, notamment de la Chine
- enfin car la situation de la dette aux Etats Unis (aussi bien publique que les soldes courants) est au moins aussi délicate sinon pire qu'en zone Euro

Tout va dorénavant dépendre des choix de nos politiques et de la BCE pour appréhender le « juste prix » de l'euro. Le différentiel de taux d'intérêts à 2 ans entre les US et l'Europe suggèrent un prix « équilibré » autour de 1.25, nous n'en sommes finalement pas si loin à 1.32 (niveau le 25/11/2011) !



A ne pas oublier aussi que l'euro est désormais dans la catégorie « actif risqué » et que toute bonne nouvelle, quand bien même américaine pour l'économie mondiale serait un facteur militant pour l'appréciation rapide de l'euro (cf. fin 2008 où nous sommes passés de 1.25 à 1.45 en l'espace de 15 jours !)

3/ Nous sommes également, toujours sous exposé sur les actions

Notamment en utilisant des couvertures ad hoc (via des dérivés ou en étant long de volatilité – la volatilité témoigne des niveaux de nervosité des marchés). Les dérivés nous permettent d'avoir la mobilité nécessaire dans ces marchés qui évoluent très rapidement.

A ce titre, nous avons une position extrêmement prudente sur l'Europe même si aujourd'hui les cours reflètent assez bien la gravité de la situation économique (i.e. nous sommes rémunérés pour le risque). Un scénario de normalisation et d'intégration budgétaire en Europe serait très positif pour les dettes des Etats de la zone Euro et diminuerait la pression sur les dettes bancaires et relancerait ainsi les actifs risqués. Tout est là encore dans les mains de nos politiques...

4/ Enfin, nous gardons un biais toujours positif sur les dettes émergentes –hors Europe émergente-.

Ces pays au final « bénéficient » en quelque sorte de la crise dans les pays développés en voyant leurs risques, d'envolée de l'inflation, s'estomper progressivement. De même, la baisse des matières premières agit positivement. Ils sont à un tournant historique : le transfert progressif de leur croissance des exportations vers le développement de l'économie domestique. Ainsi par exemple l'Inde s'est lancé dans un vaste et majeur processus de recensement national qui va enfin ouvrir le monde bancaire à tous les indiens et limiter l'immense corruption. La Chine de son côté, ouvre progressivement les portes pour une appréciation modérée du renminbi (devise locale chinoise aussi appelée yuan), via un marché obligataire pour les entreprises internationales à Hong Kong... Les importantes réserves de change permettent de soutenir des projets d'infrastructure et de développement de l'activité intérieure et la montée la progressive des classes moyennes sera le relai de la consommation de demain.

Nous sommes conscients que la période actuelle est très mouvementée et volatile, et nécessite un suivi toujours plus rigoureux et précis de notre part. Nous analysons en permanence les situations micro et macroéconomiques pour saisir les opportunités qui nous semblent apporter le plus d'asymétrie en terme de rendements futurs. Nous restons plus que jamais à votre entière disposition pour évoquer tous ces sujets qui dessineront, pour le meilleur, espérons, notre monde de demain.

Note rédigée par Olivier Boularand, Directeur Général Délégué et Gérant au sein de Wiséam
Sources : Bloomberg, Wiséam

