

# ***Lettre de conjoncture***

## ***Troisième trimestre 2011***

### ***Notre Gestion***

Notre introduction rédigée lors de la précédente lettre de conjoncture se révèle aujourd'hui prémonitoire. Le ralentissement de la croissance mondiale s'est confirmé au fur et à mesure que paraissaient les statistiques économiques puisque tous les taux ont été révisés sérieusement à la baisse jusqu'à parler de croissance zéro en France pour 2012.

Les problèmes d'endettement suite au défaut de la Grèce ont été cristallisés par l'indécision alarmante des Dirigeants politiques. Les Agences de notation ont fini par dégrader le 3 A américain et les notes de plusieurs pays, dont l'Italie, imposant des interventions musclées de la Banque Centrale Européenne (BCE) pour racheter les dettes souveraines des pays dont la crédibilité s'est trouvée entamée.

Dans cette ambiance dégradée, tous les marchés ont accentué leur repli avec des baisses spectaculaires sur certains titres. En sélectionnant des entreprises performantes, leader sur leurs marchés ayant déjà procédé à d'importantes restructurations, nous avons pu limiter ce fort mouvement de baisse.

#### **1) Les risques de ralentissement économique**

Au travers des tableaux de prévisions 2011-2012, nous retenons le scénario d'une croissance molle et irrégulière. Les USA et les pays de la zone Euro avec un PIB comparable de 10 000 Milliards d'Euros éviteront de justesse la récession en 2012 et ce malgré les mesures exceptionnelles de relance monétaire et budgétaire mises en place depuis 2008. La faiblesse de la consommation et de l'investissement sont préoccupantes alors que les états surendettés ne disposent plus des moyens pour enrayer une spirale récessive.

La croissance mondiale est passée sous la pente des 3 % par an mi 2011 alors que la politique budgétaire aux USA va prendre un tour restrictif en 2012 et que les pays européens multiplient les politiques d'austérité, de resserrement des crédits et de diminution de l'aide sociale.

Enfin les données économiques des pays émergents, et notamment celles de la Chine, sans égaler la crise de 2008, montrent que leur dépendance par rapport aux pays avancés est à l'origine des signes de coup de frein qu'ils connaissent actuellement. Le découplage de l'économie des pays émergents appuyé sur leur demande intérieure semble donc remis en cause.

#### **2) La crise européenne de la Dette**

En Europe, la solution de la crise de la dette comme l'ont rappelé récemment les deux derniers lauréats du prix Nobel d'économie est politique. Clairement, les annonces peu claires et souvent contradictoires des politiques n'ont pas répondu aux attentes des marchés qui réclament des solutions concrètes concernant la réduction de l'endettement des Etats, le sauvetage de la Grèce et une véritable gouvernance budgétaire en Europe.

Compte tenu de l'importance des dettes souveraines détenues par les banques Européennes, les inquiétudes provoquées par cette indécision se sont focalisées sur les banques dont la capitalisation boursière a diminué de moitié depuis cet été.

Néanmoins, les solutions à la crise que nous avons exposées dans notre flash du mois d'août ont progressivement été annoncées par les Dirigeants politiques.

Le risque de crise systémique plusieurs fois évoqué par les Dirigeants de la BCE a fini par convaincre les Politiques qu'au-delà de leurs dissensions permanentes, des mesures sérieuses s'imposaient, même s'ils n'ont pas encore pris conscience de l'urgence à intervenir.

C'est ainsi qu'on a entendu parler de la taxation des opérations financières et de la nécessité de réguler les mouvements spéculatifs ainsi que la création de produits financiers toxiques.

Au travers du problème de la circularité qui alimente le risque bancaire et le risque souverain, la recapitalisation des Banques a été évoquée d'une voix commune par l'Allemagne et la France, autrement dit la solidarité européenne se construit au forceps sous les coups de butoir répétitifs des marchés. Les prochaines réunions du G20 et des chefs d'Etats européens début novembre seront décisives pour apporter un peu de calme sur les différents marchés, sur les taux et sur les devises.

Dans ce contexte, la restructuration de la dette grecque est inévitable (1), et il est indispensable de prévoir tout risque de contagion, ce qui nécessite de donner des moyens d'action importants à la BCE et au fonds de soutien européen (FESF).

Le rôle de ces deux institutions est essentiel pour assurer la stabilité des prix, la stabilité financière et enfin la confiance indispensable à la stabilité des marchés et au redémarrage de l'activité économique.

*(1) Quand nous écrivions ces lignes nous n'avions pas encore entendu parler du référendum grec qui fait encore monter d'un cran les inquiétudes sur la dette européenne.*

### **3) Notre gestion dans ce contexte incertain**

Compte tenu des cours actuels avec un CAC 40 compris entre 2700 et 3200 points, nous pensons que les perspectives de ralentissement économique pour 2012, voire au-delà, sont effectivement prises en compte par les marchés.

De ce fait, si l'on fait abstraction du risque systémique sur les Etats et les Banques de la zone Euro, les valorisations des Entreprises cotées nous paraissent attractives.

L'attitude actuelle des Dirigeants politiques, après les mouvements de panique de l'été, nous conforte dans l'idée que les mesures nécessaires seront prises pour éviter le risque systémique, ce qui explique probablement le rebond des marchés fin septembre.

Fidèles à notre approche conservatrice qui consiste toujours à sélectionner des entreprises sur la base de thèmes spécifiques (restructuration, croissance structurelle, véritables leaderships, ...) nous avons limité les conséquences de la baisse des indices boursiers dans vos portefeuilles. Cette relative protection s'explique par le fait que nous avons été très prudents dans la sélection des actions en écartant tout investissement dans les valeurs financières ou dans les actions les plus cycliques au profit de titres moins sensibles au ralentissement économique et assurés d'un rendement récurrent.

### **4) La gestion du fonds Aesope Actions Françaises**

Aesope Actions Françaises a enregistré une baisse de -12.46% sur le trimestre contre -25.12% pour le CAC 40. Depuis le 30 Juin 2007, début de la crise boursière, le fonds a baissé de -22% contre -50.75% pour le CAC 40. Depuis sa création fin janvier 1999, le fonds affiche une performance de +78.64% contre -26.76% pour le CAC 40.

Parmi les investissements, nous pouvons citer :

**Thermador** : Ce discret grossiste en matériel de chauffage et plomberie, que nous accompagnons depuis 10 ans, continue de réaliser des résultats solides, tout en respectant l'actionnaire.

Ainsi, situation assez rare, les actifs immobiliers de cette société au bilan solide, sont dans la structure cotée. La communication reste exemplaire et la société a décidé cette année d'attribuer 1 action gratuite pour 6 actions détenues.

Outre un rendement de 6% distribué, le cours progresse de 4% au 30/09.

**Air liquide** : Le leader mondial des gaz pour l'industrie, la santé et l'environnement poursuit sa croissance basée sur une avance technologique renouvelée.

Le chiffre d'affaire progresse en moyenne de 7.5% par an depuis 30 ans, et le bénéfice par action de 8.5%.

Les contrats signés pour alimenter des chariots élévateurs en hydrogène constituent une avancée majeure de ce grand défi pour la société qu'est la pile à combustible. Là aussi, la communication et le respect de l'actionnaire sont remarquables.

Le cours perd 7% au 30/09 hors dividende, mais en partant de son sommet historique de 99 € atteint fin 2010.

## 5) La gestion du fonds Aesope Equilibre

Aesope Equilibre a baissé de -11.57% depuis le début de l'année contre une baisse de -5.56% pour son indice de référence (le composite 50% MSCI World All Country exprimé en Euros et 50% EuroMTSGlobal).

Au cours de l'année, nous avons progressivement sécurisé le profil du fonds dans cet environnement volatil. Ceci s'est traduit par un allègement des positions actions, à 30% du fonds fin septembre contre plus de 58% en début d'année et par une exposition accrue aux investissements obligataires qui représentent désormais près de 60% du fonds contre 28% en début d'année.

Sur la partie actions, nous avons :

- Conservé notre position sur l'action **Mobistar**. Cet opérateur télécoms belge est détenu à hauteur de 53% par France Telecom, dispose d'un profil très défensif et offre un rendement de 8,5%. Enfin, il est possible que France Telecom décide de monter au capital en lançant une offre de rachat des minoritaires puisqu'une telle opération lui permettrait d'augmenter son bénéfice par action de près de 3,5%.
- Réduit très fortement nos positions sur les marchés émergents (de 6.5% à 2.5% du fonds) et sur les Etats Unis (de 12% à 1% du fonds)
- Allégé progressivement la partie or de 4.5% à 1.5%, et vendu la partie matières premières qui représentait près de 5% du fonds au 30/06. En effet, nous avons considéré que la hausse de l'or vers les 2 000 € avait tout de la bulle spéculative sur un marché finalement assez étroit. Le repli qui s'en est suivi devrait nous donner une nouvelle porte d'entrée dans les semaines qui viennent.

Sur la partie obligataire, nous avons progressivement renforcé les principales lignes existantes si bien que la partie obligataire est passée de 45% fin juin à 60% fin septembre du fonds. Nous avons dû constater des baisses assez sensibles sur l'ensemble des obligations corporate et convertibles en portefeuille. Compte tenu des stresses observés sur les dettes souveraines (hors signatures AAA), les taux se sont considérablement tendus sur les obligations émises par les entreprises, alors que les risques de défaut ne se sont pas aggravés sur cette période.

Au fur et à mesure que les inquiétudes augmentaient sur un certain nombre de pays périphériques, les taux longs de l'Allemagne et de la France, baissaient et les taux des emprunts émis par les entreprises montaient. On a donc assisté à une hausse de la valeur des emprunts d'Etat et à une baisse de la valeur des obligations d'entreprise. Cette situation paradoxale (les taux longs US ont continué à baisser après la dégradation de la note américaine) est significative d'une période d'irrationalité des marchés et d'une fuite vers les « valeurs refuges ».

Ce phénomène tend à se corriger actuellement et nous attendons donc un rebond sur cette classe d'actifs dans les mois qui viennent.

Il explique l'écart de performance entre le fonds et son indice de référence constaté au 30/09/2011, car la partie actions que nous avons gérée a plutôt moins baissé que l'indice MSCI world en euro.

## 6) La gestion de vos portefeuilles

### **BOUYGUES :**

Nous avons pris position sur le titre du leader mondial de la route et de la construction en raison de la qualité de son management et de la solidité de son bilan.

En effet, lors de notre achat au cours de 24.50 €, la société était valorisée en dessous de ses seules participations cotées, décotait sur la valeur de ses fonds propres, et offrait un rendement attendu de 6%.

La remontée rapide du cours a permis de revendre la position à 27 €, réalisant une plus-value de 10% en quelques semaines.

### **VALLOUREC :**

Leader mondial des tubes sans soudure pour l'exploration de gaz et de pétrole. Nous souhaitons prendre position sur cette société aux perspectives prometteuses, et nous guettions une opportunité de cours.

La publication des résultats du premier semestre, impactés par la hausse des matières premières et les variations monétaires, assortie d'un discours de prudence a entraîné une correction de 20% sur le titre dans une seule séance.

Considérant la sanction excessive, nous avons investi ce jour là sur le titre à 70 €.

La conjoncture économique s'étant dégradée depuis l'été, le cours a poursuivi sa baisse dans la tourmente financière de l'été.

### **CANAL PLUS :**

Une quasi obligation et un joker . L'entité cotée assure l'exploitation de la chaîne et la gestion du parc d'abonnés. Elle est rémunérée par CANAL PLUS, filiale de VIVENDI, par une rémunération dont les bornes sont fixées jusqu'en 2050, avec une hausse de 2.5% par an.

La rémunération minimale étant connue, le titre est assimilable à une obligation.

De surcroît si VIVENDI parvient à acquérir la part de 20% de LAGARDERE dans la société mère CANAL PLUS DISTRIBUTION, la probabilité d'un retrait de la cote serait forte.

Pour patienter, le titre évolue prêt de son plus bas historique et offre un rendement supérieur à 6%.

### **AIR LIQUIDE :**

La position a été complétée sur cette société qui cumule atouts et visibilité.

### **JACQUET METAL SERVICE :**

Nous avons matérialisé une partie de la plus value qui dépassait 20% en allégeant une partie de la position à 18 €. Cette société cyclique, leader mondial de la distribution d'aciers spéciaux, a été durement sanctionnée et son cours est revenu à 10 €.

Il nous a semblé opportun de reprendre position en raison d'une valorisation revenue au niveau des stocks, dans un groupe en pleine réorganisation suite à l'OPA de JACQUET sur IMS, société d'une taille quatre fois supérieure.

# Chiffres et Perspectives

### Pétrole : 80 \$ le baril

Le pétrole a continué à baisser au cours du dernier trimestre, au fur et à mesure que les prévisions de croissance économique étaient revues à la baisse. Depuis le début de l'année, la baisse est de plus de 20%.



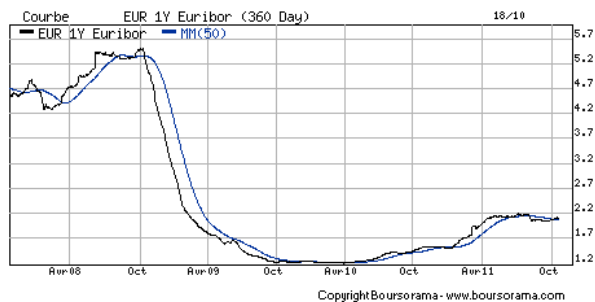
### Parité euro/dollar : 1.34

L'euro a fortement baissé face au dollar suite aux inquiétudes sur les dettes souveraines européennes. C'est fondamentalement une bonne nouvelle qui donne aux entreprises européennes une nouvelle marge de compétitivité, mais qui atténue les effets positifs de la baisse des prix des matières premières



### Taux courts

Le taux directeur de la BCE s'établit toujours à 1.25%. Quant à l'Euribor 1 an, il se situe à 2.2%, inchangé depuis le 30 Juin, soit une hausse de 69% sur un an.



### Taux longs

En raison du retour des tensions sur les dettes souveraines, les taux longs ont nettement reflué sur le troisième trimestre. En France, le taux d'intérêt d'une OAT à 10 ans est de 2.48% au 30/09 contre 3.42% au 30 Juin.





## Performances des Marchés Actions

### CAC 40

Sur le trimestre, le CAC 40 a baissé de 25.12% à 2 981 points. Depuis le plus haut de l'été 2007, la baisse enregistrée est de -51.6%.



### DOW JONES

Sur le trimestre, le Dow Jones a baissé de 12.09% à 10 913 points. Depuis le plus haut de l'été 2007, la baisse enregistrée est de -23.1%.



### NIKKEI

Sur le trimestre, le Nikkei est en baisse de -11.37% à 8 700 points. Depuis le plus haut de l'été 2007, la baisse enregistrée est de -52.5%.



### MSCI WORLD

Sur le semestre, le MSCI World All Country exprimé en Euros (indice représentant l'ensemble des capitalisations boursières mondiales) est en baisse de -10.77%. Exprimé en devises locales, il progresse de -14.82% depuis le début de l'année.



Achévé de rédiger le 21/07/2011. Toutes les données chiffrées sont arrêtées au 30 Juin 2011.