

PARIS, 24 OCTOBRE 2008

## Sur les marchés cette semaine

Deux semaines après l'annonce du plan européen de soutien au secteur bancaire, suivie de la nouvelle version du plan américain, un début de retour à la normale peut être observé sur le marché interbancaire. Après les recapitalisations effectives ou projetées et la garantie des prêts interbancaires, la perception du risque de contrepartie a changé. Le taux du Libor 3 mois en dollar est ainsi redescendu à un niveau voisin de 3,5% alors qu'il avait atteint 4,8% au plus fort des tensions du marché (10 octobre). Quant à l'Euribor 3 mois, il est revenu à environ 4,9%, après un plus haut de 5,4%. La baisse des prix des matières premières laisse désormais de larges marges de manœuvre aux banques centrales pour appliquer, quand elles ne l'ont pas déjà fait, des politiques vigoureuses de stimulation. En parallèle, les consommateurs vont bénéficier d'un rythme d'inflation plus faible, compensant en partie les pertes de pouvoir d'achat du premier trimestre.

Ces nouvelles n'ont pas empêché les baisses boursières depuis mardi dernier. Même si nous nous attendons à une récession économique mondiale (elle est déjà bien entamée aux USA et en Europe), on ne peut que constater la très forte volatilité des marchés boursiers cette semaine.

Trois facteurs techniques alimentent cette volatilité à court terme :

- Des liquidations massives de la part des fonds et des banques. Certains fonds investis sur la dette sont notamment dans une situation délicate, car sur des instruments à faible liquidité... Ainsi, ils exacerbent la tension sur les spreads de taux corporate (en particulier les CDS – Credit Default Swaps), ce qui alimente la volatilité sur les actions.
- Le dénouement de positions de « carry trade », comme c'est le cas sur le Yen. Les emprunts (très peu chers) en Yen sont actuellement rappelés, ce qui explique la hausse très forte du Yen contre Euro mais aussi contre USD, et la faiblesse des devises émergentes.
- La crainte de pertes inattendues sur des positions de change telles que Citic Pacific à Hong Kong.

Tout ceci amène à une baisse technique qui s'auto-entretient et à une déconnection entre la réalité et les marchés. Cette situation peut bien sûr durer et il est difficile de voir une fin à cette spirale. Il est bon de rappeler en ce qui concerne les hedge funds, que la plupart clôture fin novembre et que les rachats sur ces fonds pourraient intervenir fin décembre. Aussi les ventes actuelles pourraient être essentiellement techniques et diminuer fortement fin novembre, début décembre.

A ce stade, nous estimons que les actions sont très bon marché : elles se traitent pour la plupart à leur valeur comptable, ce qui, historiquement (en 1973 notamment), a été un signe fort d'achat.

## EUROPE

A la crise financière se substitue la crise économique ! Les plans de sauvetage du système bancaire sont entrés en action, avec l'injection de liquidités (10 Mds €) de l'Etat néerlandais dans ING, et la prise de participation de l'Etat français dans les banques hexagonales.

Si les investisseurs peuvent désormais être rassurés quant à la volonté des gouvernements de soutenir les banques, c'est le ralentissement de l'économie réelle qui inquiète : les bons résultats de sociétés défensives (Novartis, Roche, GlaxoSmithkline, KPN, Nestlé) n'ont pas éclipsé les avertissements de sociétés cycliques (notamment Logitech qui divise par deux sa croissance attendue sur l'exercice en cours et le prochain), et les nouvelles macroéconomiques comme le ralentissement de la croissance chinoise, mis en lumière par les déclarations de Rio Tinto et BHP Billiton. On peut également noter la tendance pour les sociétés à réduire leurs capacités de production pour s'ajuster à la demande (baisse de la production d'acier de 3,2% en septembre).

## FRANCE

La semaine a été marquée par la publication des résultats du troisième trimestre, avec une succession d'avertissements sur résultats qui témoignent de la propagation de la crise à l'économie réelle. Les profit warnings se sont donc cumulés, notamment pour les valeurs cycliques, en particulier dans les secteurs de l'automobile (Renault, Peugeot), de la construction (Saint-Gobain) et du transport aérien (Air France KLM prévoit une croissance nulle pour l'exercice en cours et les deux suivants). Le profit warning de Veolia Environnement montre que les entreprises, qui sont pourtant réputées parmi les plus résistantes, subissent aussi l'effet du ralentissement économique. Face au discours moins optimiste des entreprises sur les perspectives de croissance dans les pays émergents (Schneider en particulier), le marché, qui a toujours été sceptique vis-à-vis de la théorie du « découplage », sanctionne les entreprises dont la croissance était tirée par les pays émergents, notamment dans les secteurs des boissons (Pernod Ricard) et de l'agroalimentaire (Danone). Le secteur des biens d'équipement (Alstom) est aussi pénalisé par ce phénomène et par les incertitudes sur la capacité des entreprises à financer leurs dépenses d'investissement dans un contexte de resserrement du crédit. Les entreprises parapétrolières (CGG Veritas, Vallourec) restent dépendantes de l'évolution des cours du pétrole et subissent les craintes de report, voire d'annulation des projets d'investissement des compagnies pétrolières. Au sein des valeurs financières, les banques ont été soulagées par l'annonce de l'injection par l'Etat de 10,5 Mds € dans le capital de six grandes banques françaises d'ici la fin de l'année, mais les inquiétudes se cristallisent désormais sur le secteur des assurances.

## ETATS-UNIS

Les principaux indices américains affichent un fort recul sur la semaine (en baisse de 4% pour le S&P 500 et de 6% pour le Nasdaq) et retrouvent les points bas de mai 2003. Les résultats trimestriels sont moroses. De nombreuses sociétés revoient à la baisse leurs perspectives de croissance et donnent peu d'informations sur leurs perspectives bénéficiaires pour 2009. Les financières sont en baisse de 9% au cours d'une semaine riche en publications de résultats et d'annonces de réductions d'effectifs : Wachovia publie ainsi une perte plus importante que prévue, pénalisée par une provision pour pertes de crédit de 6,6 Mds \$ et des dépréciations d'actifs de 18 Mds \$. Le secteur industriel recule de 5,7% ; Caterpillar publie des résultats trimestriels légèrement inférieurs aux attentes et se montre prudent pour la croissance 2009, anticipant ainsi une récession aux Etats-Unis et un ralentissement des ventes et des volumes en Europe. Le secteur de la santé continue de jouer un rôle défensif, soutenu par les résultats trimestriels de Bristol-Myers, Eli-lilly et Amgen, dont les volumes de ventes ressortent en hausse et les marges s'améliorent au cours du trimestre.

## ASIE

Pour la troisième fois en 40 ans, nos marchés se paient, après la baisse de ce matin, moins chers que leur valeur nette d'actifs. Nous sommes à 0,9x la valeur des actifs retraités de la dette, niveau qui n'a été vu qu'à deux reprises, en 1973 et en 1998. De nombreux commentateurs prédisent une crise inouïe et inédite, sans comparaison possible avec les crises précédentes. Nous n'étions pas sur les marchés en 1973 mais nous avons vécu « en direct » la crise de 1998 puisque nous étions basés à Singapour à l'époque. Des commentateurs apocalyptiques fusaient de la même façon, d'autant plus que l'Asie était à l'origine de la crise à l'époque. En définitive, ce fut une crise mémorable et violente, qui atteignit son point bas à 0,9x la valeur nette d'actifs, comme en 1973. Un rebond de 30% fut observé sur les douze mois suivants, comme en 1973.

La situation actuelle est-elle différente ? Clairement, plusieurs facteurs amplifient l'impact de la crise sur les marchés actions. La désagrégation de l'industrie des hedge-funds, qui s'est accélérée récemment, contribue à augmenter la volatilité à court terme. Néanmoins, l'Asie n'a jamais été aussi bien préparée à faire face à une crise du point de vue de ses fondamentaux. L'Argentine est restée l'Argentine, mais la Chine et la plupart des économies de la région, à l'exception de la Corée, ont accumulé des ressources économiques bien plus importantes que celles détenues en 1998.

La tendance baissière actuelle peut encore durer, les flux sont difficilement quantifiables, mais ces ventes forcées ne traduisent, clairement, plus la réalité économique. Une fois l'industrie de la finance assainie, il est très probable, et c'est notre conviction, que nous serons effectivement face à une crise économique majeure, mais classique, et que le point bas retenu par l'Histoire sera, encore une fois, proche de l'actuel 0,9x.

## CHINE

Cette semaine, les actions chinoises ont continué de chuter à Hong Kong comme à Shanghai.

Le Conseil d'Etat a publié pendant le week-end un rapport énonçant les politiques prioritaires du gouvernement pour le 4ème trimestre 2008. Les autorités ont ainsi pris une série de mesures fortes, qui se veulent le début d'une approche systématique pour encourager la croissance et lutter contre le ralentissement économique de la Chine. Ces annonces arrivent après la publication des indicateurs économiques pour le 3ème trimestre 2008. La croissance chinoise a fortement ralenti à 9%, après avoir atteint 11,9% en 2007, ce qui a permis une baisse de l'inflation à 4,6%, laquelle a en effet affiché sa première baisse significative depuis mi-2007.

Le ministre des Finances a annoncé des mesures fiscales favorables aux exportateurs. Amorçant un changement significatif en termes de politique macroéconomique, le gouvernement a également annoncé une série de mesures visant à redynamiser la demande sur le marché immobilier. A compter du 1er novembre 2008, la Chine va temporairement suspendre le droit de timbre sur les achats de biens immobiliers ainsi que la taxe sur la valeur ajoutée sur la vente de terrains.

Ce sont des nouvelles importantes, qui viennent plus tôt que prévu : la croissance au 3ème trimestre 2008 a été plus faible qu'anticipée et le ralentissement a surpris le gouvernement par sa brutalité. Dans la mesure où le secteur immobilier compte pour le quart du total des investissements en capital fixe et un dixième du PIB, il serait difficile de soutenir la croissance sans stabiliser le secteur.

Les fortes positions excédentaires chinoises en termes de liquidité et d'épargne devraient permettre au pays d'avoir la flexibilité nécessaire pour minimiser l'impact de la crise financière mondiale. Nous pensons que ces mesures seront suivies par d'autres visant à stimuler la croissance économique.

## INDE

Les terrains restant occupés par les fermiers, Unitech, second promoteur immobilier indien, a renégocié l'échéancier de son acquisition de terres avec la municipalité de Noida. Ce contexte de marché fait craindre aux investisseurs le risque d'une crise majeure de l'immobilier en Inde. Dans ce climat d'incertitude, le marché perd plus de 10% ce matin.

Au chapitre des bonnes nouvelles, il est important de souligner les points suivants :

- Plus du tiers des sociétés indiennes a publié ses résultats, globalement en ligne avec les attentes, avec une croissance moyenne de 12% ;
- Afin de limiter l'amplitude des baisses, le Ministre des Finances indien a demandé aux investisseurs institutionnels étrangers de déboucler leurs positions *short* ;
- L'inflation baisse plus vite qu'anticipée (11,07% contre 11,44% la semaine dernière). Cependant, la Reserve Bank of India a laissé sa politique monétaire inchangée lors de sa dernière réunion. Elle pourrait néanmoins intervenir si nécessaire, à l'image de ce que nous avons pu observer sur les deux dernières semaines, avec une baisse simultanée du taux de réserves obligatoires de 250 pb et du taux de financement de 100 pb.

Malgré la publication de résultats honorables, le marché indien, à l'instar des autres marchés asiatiques, est victime des flux sortants, notamment dûs à la fermeture de nombreux hedge funds asiatiques. Aujourd'hui, si l'on considère que la croissance bénéficiaire des sociétés indiennes sera nulle l'année prochaine (contre un consensus encore trop optimiste à 15%), le marché se traite à 7,8x les bénéfices (à comparer au plus bas historique de 2001, à 7,2x).

## BRESIL

Cette semaine, une contagion généralisée a touché tous les marchés émergents, mêmes ceux qui bénéficient de fondamentaux forts comme le Brésil. Le Réal est tombé de 7% contre le dollar et le MSCI Brésil a chuté de 12% en dollar. Les spreads CDS du Brésil sont passés de 1% en août à 6% aujourd'hui. Les signes naissants d'un ralentissement économique ont commencé à apparaître durant les premières semaines d'octobre : baisse de l'indice de confiance manufacturier, baisse de 7% des ventes de voitures. Compte tenu de l'ampleur de la crise internationale, les autorités ont mis en place des mesures supplémentaires pour intervenir auprès des petites banques, quelques développements immobiliers et des aides aux financements d'achats des voitures. Nos entretiens avec des intervenants financiers attestent d'un système bancaire robuste, d'un niveau d'emprunts/dépôts moyen de 75% pour les quatre plus grandes banques et de ratios de capitalisation élevés. La Banque Centrale a également augmenté la taille des ses interventions sur le marché du change, en utilisant des swaps de change et en vendant une partie de ses 200 Mds \$ de réserves. Les valorisations intègrent un effondrement financier et économique. Compte tenu de la taille des réserves, du bas niveau de l'endettement externe et de la santé du système financier brésilien, cela paraît peu probable pour l'instant. Mais le Brésil est maintenant entre les mains des marchés internationaux.

## JAPON

Suite au décrochage de 10% des indices ce vendredi, nous avons observé une semaine de très forte baisse, avec un marché japonais en repli de 9,86%. Le yen s'apprécie contre euro de 15% cette semaine, provoquant la chute du marché. Les déboucllements en panique des positions de carry trade ainsi qu'une perception de valeur refuge provoquent cette fluctuation violente du yen. L'appréciation brutale du yen aura à court terme un impact très négatif sur les marges des entreprises japonaises. Cependant, les industriels japonais sont toujours parvenus par le passé à surmonter les périodes d'Endeka (yen fort), grâce à des programmes de délocalisation et à la flexibilité de leur appareil de production.

## MATIERES PREMIERES

Les prix des matières premières ont poursuivi leur baisse cette semaine. Les coûts marginaux de production sont très largement enfoncés et les annonces de fermetures de capacités et d'annulation de projets se multiplient. Pour bon nombre de matières premières, plus du quart de la production n'est plus rentable à ces niveaux de prix... La demande est faible en raison de la crise économique, mais il apparaît de plus en plus évident que celle-ci est également très impactée par la difficulté pour les acheteurs d'obtenir des lettres de crédit (méfiance bancaire oblige) pour importer des biens, et notamment des matières premières. Ceci explique en grande partie l'effondrement du fret maritime à des niveaux ne couvrant même plus les coûts opérationnels... L'offre n'a pas d'autre choix que de s'adapter à la faible demande ; il faut noter toutefois que lorsque la demande repartira, l'offre de matières premières sera beaucoup plus longue à « redémarrer », ce qui devrait entraîner une nouvelle période de prix élevés.

Du côté du pétrole, l'annonce de la baisse des quotas de l'OPEC d'au moins 1 million de barils par jour est imminente... Par le passé, la première coupe n'était généralement pas suffisante et en appelait d'autres. L'or ressort aussi en baisse sur la semaine, victime du ressaisissement du dollar américain.

## ALLOCATION D'ACTIFS

L'ensemble des classes d'actifs liquides ont continué à subir des dégagements appuyés de la part d'investisseurs touchés par des rachats ou par des appels de marge. Deux exceptions sont à noter : les obligations à long terme et le dollar. Aux Etats-Unis, les rendements sur les obligations à 10 ans ont reculé de 37 points de base sur la semaine (un mouvement suivi en Europe) pour revenir à 3,58% (contre 4,08% le 12 octobre).

La hausse du dollar (plus de 6,5% de progression contre euro par rapport à la moyenne de la semaine précédente) est sans doute le mouvement le plus remarquable de la semaine, avec celui du yen. L'évolution récente des taux européens, et plus encore l'anticipation par les opérateurs de leur évolution future dans un climat de récession, ne peut que prolonger l'affaiblissement de la devise européenne.

De la clôture du 16 octobre à celle du 23 octobre (du 17 au 24 pour le Japon pour prendre en compte le fort recul du marché aujourd'hui), les grands indices ont enregistré les évolutions suivantes :

- S&P 500	: -4%
- Euro Stoxx 50	: +1,2%
- TOPIX	: -9,9%

L'indice MSCI Marchés émergents (monnaie locale) a perdu 8,7%. Le même indice, exprimé en dollar, a reculé de 10,8% du fait de la hausse de la devise américaine contre toutes les monnaies des pays émergents.

D'un point de vue sectoriel, la semaine a vu des baisses prononcées sur les secteurs financiers, l'immobilier, l'automobile et les matières premières.

Dans ce contexte, nous avons commencé à prendre nos profits sur la position d'écart de taux US/Europe sur le segment court terme. Nous observons par ailleurs la détente très nette des taux Libor USD mais les marchés du crédit restent encore sous pression. Concernant les indices actions, nous préférons nous positionner à nouveau sur des opportunités d'achat une fois que les aspects rationnels auront repris le dessus au sein des marchés.

## Performances nettes en % arrêtées au 23/10/2008

Libellé du fonds (Date création)	YTD		1 an		5 ans		Annualisée Depuis création		Date de VL
	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	
<i>Indice actuel</i>									
Saint-Honoré Europe Midcaps (A) (22/12/1994) <i>Dow Jones Stoxx Small 200 (EUR)</i>	-50,58 -46,71	-3,87	-54,68 -51,34	-3,34	4,02 4,17	-0,15	5,42 3,97	1,45	23/10/2008
Saint-Honoré Europe Synergie (A) (05/12/2006) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	-33,20 -42,54	9,34	-35,82 -44,83	9,01	-	-	-17,83 -24,21	6,38	23/10/2008
Tricolore (C) (26/01/1981) <i>CAC 40 (EUR)</i>	-36,02 -41,03	5,01	-37,48 -41,97	4,49	18,48 1,43	17,05	10,31 -	-	23/10/2008
Saint-Honoré Inde (A) * (30/06/2005) <i>MSCI India (EUR)</i>	-61,91 -60,12	-1,79	-57,59 -55,65	-1,94	-	-	-0,16 1,52	-1,68	23/10/2008
Saint-Honoré Chine (A) (08/04/1998) <i>MSCI China (EUR)</i>	-53,16 -55,03	1,87	-59,76 -62,56	2,80	59,02 50,13	8,89	7,28 -4,70	11,98	23/10/2008
Amérique Rendement (C) (28/12/2000) <i>S&amp;P 500 Composite (EUR)</i>	-30,20 -29,82	-0,38	-34,20 -33,94	-0,26	-18,20 -19,63	1,43	-3,90 -8,74	4,84	23/10/2008
Saint-Honoré Asie Opportunités (A) (10/05/1993) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	-55,06 -51,35	-3,71	-56,78 -54,42	-2,36	9,14 1,22	7,92	-0,17 -0,39	0,22	23/10/2008
Asie Rendement (C) (27/05/2002) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	-48,76 -51,35	2,59	-50,98 -54,42	3,44	12,78 2,47	10,31	3,13 -2,52	5,65	23/10/2008
Saint-Honoré Emerging Opportunités (A) (15/03/2006) <i>MSCI Emerging Market Free (EUR)</i>	-56,52 -53,14	-3,38	-56,99 -55,19	-1,80	-	-	-17,55 -16,69	-0,86	23/10/2008
Saint-Honoré Brésil (A) (01/06/2007) <i>MSCI Brazil 10-40 (EUR)</i>	-56,18 -54,03	-2,15	-57,48 -55,84	-1,64	-	-	-41,83 -39,24	-2,59	23/10/2008
Europe Rendement (C) (02/09/1999) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	-27,17 -42,54	15,37	-28,79 -44,83	16,04	30,44 -3,96	34,40	2,66 -4,17	6,83	23/10/2008
Tricolore Rendement (C) (04/12/1998) <i>SBF 120 (EUR)</i>	-29,52 -41,52	12,00	-30,90 -42,97	12,07	34,67 1,94	32,73	9,94 -0,38	10,32	23/10/2008
Saint-Honoré Allocation Court Terme (A) (13/10/2006) <i>Eonia Capitalisé (EUR)</i>	-0,26 3,41	-3,67	0,07 4,21	-4,14	-	-	2,04 4,04	-2,00	22/10/2008
Performance Discovery (01/09/1998) <i>Indice composite de Performance Discovery**</i>	-33,90 -40,61	6,71	-35,07 -43,09	8,02	1,03 -9,16	10,19	1,77 -1,73	3,50	22/10/2008
Multi Alternatif Equilibre Euro (C) (23/11/2001) <i>2% par an capitalisé + Eonia Cap. (EUR)</i>	-16,30 5,09	-21,39	-16,44 6,30	-22,74	9,08 27,95	-18,87	2,04 5,05	-3,01	22/10/2008
Multi Alternatif Explorer M (14/09/2004)	-18,91	-	-18,34	-	-	-	9,87	-	21/10/2008
Multi Alternatif Select (I) (21/03/2003) <i>Eonia Capitalisé (EUR)</i>	-11,62 3,17	-14,79	-8,72 4,23	-12,95	43,50 15,75	27,75	7,60 2,90	4,70	30/09/2008
Multi Alternatif Equity (C) (18/12/2006)	-22,48	-	-24,79	-	-	-	-11,71	-	20/10/2008

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. \*La date de début de gestion servant de référence au démarrage des performances correspond à la date à laquelle le portefeuille répond à l'orientation de gestion. \*\*Indice composite de Performance Discovery : 50% MSCI AC World Free (EUR) + 45% MSCI Europe ex. Suisse (EUR) + 5% CAC Small 90 (EUR)

Achévé de rédiger le vendredi 24 octobre à 18h00.

**Avertissement :** Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe LCF Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe LCF Rothschild ou de ses filiales. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment du groupe LCF Rothschild et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. Edmond de Rothschild Asset Management est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le n°332 652 536 R.C.S. Paris

Principaux risques des OPCVM : risque actions, risque taux, risque crédit, risque lié aux pays émergents, risque de gestion discrétionnaire, risque de change, risque de perte en capital. Multi Alternatif Select, Multi Alternatif Equilibre et Multi Alternatif Explorer M sont des OPCVM de fonds alternatifs (« ARIA 3 »). Ils ne sont pas soumis aux mêmes règles que les OPCVM « tous souscripteurs » et peuvent donc être plus risqués. Seules les personnes mentionnées à la rubrique « souscripteurs concernés » du prospectus simplifié peuvent souscrire des parts de ces OPCVM.

La souscription ou l'acquisition de parts ou actions de ces OPCVM, directement ou par personne interposée, est réservée aux investisseurs mentionnés à l'article 413-13 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Lors de la première souscription dans un de ces OPCVM, l'investisseur doit déclarer par écrit qu'il en a été dûment averti. Les OPCVM précités sont exclusivement destinés à être commercialisés auprès de personnes résidentes en France. Ce document ne saurait être assimilé à offre d'achat ou de vente ou une activité de promotion pour des parts des fonds précités dans une juridiction autre que la France. Aucun des produits et/ou services ne peut être proposé à une personne si la loi de son pays d'origine ou de tout autre pays qui la concernerait ou concernerait le produit ou le service l'interdit. A titre d'exemple, les produits et services ne sont pas disponibles à la vente aux Etats-Unis ni dans aucun de leurs territoires ou possessions. Ils ne sont pas non plus commercialisés auprès des personnes morales ou physiques américaines ni auprès de citoyens américains ou citoyens du Royaume-Uni. Le groupe LCF Rothschild et ses filiales conseillent donc à toute personne intéressée de s'assurer préalablement qu'elle est juridiquement autorisée à souscrire des produits et/ou des services précités.