

PARIS, 26 SEPTEMBRE 2008

Sur les marchés cette semaine

Le caractère trop vague du plan du Trésor et de la Réserve fédérale a suscité des critiques de la part du Congrès (en majorité démocrate) et un retour de défiance des investisseurs en début de semaine. Cette dernière semaine a donc été dominée par la recherche d'un accord au Congrès et par l'élaboration des détails concrets du Plan. La nature et le prix de cession des actifs que la structure de « defeasance » projetée sera amenée à acquérir, et qui est au cœur du plan, soulèvent des difficultés particulières.

Sur le plan du marché interbancaire, la situation reste figée : la préférence pour la liquidité et la qualité a continué à pousser les investisseurs vers les échéances les plus courtes (Treasury bills à trois mois notamment) où les taux d'intérêt sont inférieurs à 1% tandis que les taux interbancaires dépassaient 4% sur la même échéance en fin de semaine. Le coût du plan de l'Administration, incertain mais élevé, a poussé les taux d'intérêt à 10 ans au-delà de 3,80% (comparé à 3,40% au milieu du mois).

En Europe, la situation d'extrême tension sur le marché interbancaire s'est poursuivie au point de porter l'écart avec les taux américains à des niveaux historiques (au-delà de 300 points de base).

EUROPE

La semaine a été marquée par l'annonce du "plan de sauvetage Paulson", non encore voté par le Congrès américain. Couplée à l'interdiction des ventes de titres à découvert des valeurs financières par la plupart des régulateurs boursiers, cette nouvelle a permis au marché européen d'afficher vendredi dernier la plus forte séance haussière de son histoire, à +8,3%, et +17,5% pour l'indice des valeurs bancaires européennes. Néanmoins, les doutes sur la mise en œuvre du plan de sauvetage, ainsi qu'une remontée du prix du baril, ont inquiété les marchés, qui depuis ont reperdu une bonne part de cette avance.

On notera que les valeurs bancaires sont toujours chahutées, avec un Euribor qui affiche un plus haut historique à 5,12%, signe de la défiance entre les acteurs du secteur, tandis que le bancassureur Fortis abandonne plus de 18% depuis le début de la semaine, sur des craintes d'augmentation de capital.

Les difficultés de l'assureur américain AIG permettent aux assureurs européens d'envisager des hausses de tarifs dès 2009, tout en considérant des rachats d'actifs auprès d'AIG; Münich Re, en particulier, profite de la situation et s'octroie près de 10% sur la semaine.

FRANCE

Les performances boursières continuent d'évoluer au gré de l'avancement des mesures prises par les autorités américaines pour faire face à la faillite de son secteur financier. L'échec des mesures de politique monétaire (baisse des taux dans la précipitation et injections de liquidités massives sans effet sur le marché interbancaire toujours bloqué) et la préparation dans l'urgence du plan de sauvetage renforcent le risque de durcissement des conditions de crédit, à la fois pour les consommateurs et pour le tissu économique. Dans ce contexte, la qualité du bilan reste à privilégier, autant pour affronter le retournement du cycle en cours que pour tirer parti des opportunités de consolidation. L'opération de rachat de British Energy par EDF en est une illustration. Les secteurs de la consommation (Peugeot, PPR, ...) restent sous pression.

ETATS-UNIS

Les indices américains ont retrouvé leur niveau de fin de semaine dernière : +0,2% pour le S&P 500 et -0,5% pour le Nasdaq sur les 5 dernières séances. Le pétrole repasse la barre des 100\$ et soutient le secteur de l'énergie qui affiche la meilleure performance de la semaine (+5%).

Les mesures de soutien se poursuivent de la part des autorités américaines : le président de la Fed Ben Bernanke et le secrétaire au Trésor Henry Paulson sont intervenus devant la Commission Bancaire du Sénat, et pressent le Congrès de voter le plan de sauvetage des banques américaines. D'autre part, la SEC a interdit jusqu'au 2 octobre les ventes à découvert sur près de 800 institutions financières et 30 sociétés ayant des activités financières telles que General Electric, American Express ou General Motors.

La consolidation du paysage bancaire continue et le modèle des banques d'investissement tend à disparaître. Les banques d'affaires Morgan Stanley et Goldman Sachs deviennent des holdings bancaires et devront se soumettre à de nouvelles règles et à plus de contrôle des autorités. Warren Buffet a annoncé souscrire pour 5Mds\$ d'actions préférentielles perpétuelles de Goldman Sachs portant un intérêt annuel de 10%. Barclays reprend les activités américaines de Lehman tandis que Nomura rachète les activités européennes et asiatiques. Enfin, les autorités américaines ont prononcé hier soir la faillite de la caisse d'épargne Washington Mutual ; JP Morgan reprend pour 1.9Md\$ les activités bancaires de Washington Mutual et va prendre à sa charge le portefeuille de prêts de WaMu de 307Mds\$ d'actifs. A noter l'annonce de General Electric qui revoit à la baisse ses estimations de profits pour l'année en raison de la faiblesse et de la volatilité sur les marchés de services financiers ; le titre a pris 4% hier ce qui signifie que les investisseurs avaient largement anticipé ces révisions.

ASIE

Une nouvelle semaine chaotique sur les marchés de la zone Asie ex Japon: le flux d'informations provenant des États-Unis continue de rythmer les tendances. La volatilité reste élevée et les investisseurs très nerveux. Mais dans l'ensemble, notre voyage actuel dans la région et nos rencontres nombreuses avec les sociétés sont assez rassurantes. Il est certain que les économies asiatiques sont entrées dans une phase de décélération liée à la fois à l'inflation et à la raréfaction du crédit, mais les sociétés s'y sont préparées. Les meilleures d'entre elles y voient une belle opportunité d'acquérir de nouveaux actifs qui, il y a encore quelques mois, étaient trop chers. La consolidation des parts de marché va s'accélérer et l'Asie dispose d'acteurs majeurs qui vont en profiter.

CHINE

Cette semaine, les actions H cotées à Hong Kong ont perdu -4,3% tandis que les actions A domestiques ont grimpé de 7,7%. Le rallye des actions A est dominé par la performance des secteurs des financières et de l'énergie. Suite au plan de soutien émis par le Gouvernement la semaine dernière, les bourses de Shenzhen et de Shanghai ont annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement sur les procédures de rachats d'actions. Les sociétés cotées peuvent désormais effectuer leurs transactions 10 jours avant la date de publication des résultats, contrairement à 30 jours précédemment. Cette annonce donne un signal fort aux actionnaires majoritaires qui sont encouragés à racheter des parts avant les publications du 3ème trimestre en octobre. Par ailleurs, le Conseil d'État a signé le Plan de la CSRC autorisant le *Margin Lending* et les ventes à découvert hier. Les sociétés de courtage sont les premières à bénéficier de cette nouvelle source de revenus. Par ailleurs, près de 150 Mds RMB ont été injectés cette semaine suite à la baisse récente du RRR (taux de réserves obligatoires). Nous avons renforcé nos positions sur Citic Securities et Sinopec. Enfin, le CLSA a tenu son 15ème Forum des Investisseurs cette semaine; le taux de participation était bien inférieur à celui de 2007, notamment en raison de nombreuses annulations provenant des États-Unis.

INDE

La baisse du marché indien d'environ 5,5% cette semaine s'explique probablement par la surperformance relative du marché indien par rapport au reste de l'Asie hors Japon depuis début juillet (le SENSEX surperforme de 17% le MSCI Asie hors Japon) et par les incertitudes économiques du monde développé. Malgré un effet de base défavorable (jusqu'à fin octobre), l'inflation se stabilise à 12,14%. Si le mouvement baissier sur les matières premières continue, une inflation à un chiffre pourrait arriver plus vite qu'anticipé.

Aujourd'hui, le marché indien se traite à 13x les bénéfices de mars 2009 et 11.5x les bénéfices de mars 2010, en-dessous de sa moyenne historique de 14x pour une croissance bénéficiaire qui devrait se situer entre 10 à 15%.

BRESIL

Le marché brésilien est remonté de 9% en USD, tiré par les nouvelles externes. La semaine dernière nous avons signalé que le marché avait atteint un très bon point d'entrée et nous maintenons aujourd'hui cette opinion. Les nouvelles domestiques sont plutôt bonnes : l'inflation est maintenant en baisse, la Banque Centrale a réduit les taux de réserves des banques afin de fournir de la liquidité au système bancaire, le taux de chômage est encore tombé, et les anticipations de hausse de taux sont en recul. Nous pensons en effet que la Banque Centrale devrait réduire la cadence d'augmentation

des taux d'intérêt lors de la prochaine réunion du comité monétaire. Le marché risque d'être volatil en raison des nouvelles externes, mais les fondamentaux économiques restent relativement soutenus.

JAPON

Le Topix rebondit de 4,57% cette semaine dans un contexte de recapitalisation des banques américaines et de finalisation du plan de sauvetage. Les valeurs financières progressent fortement à l'exception des valeurs immobilières. Le marché salue les acquisitions annoncées par Nomura (+23%) et de Mitsubishi UFG (+8%) aux Etats-Unis. Le rachat par Nomura des activités de banque d'investissement et de ventes actions Asie et Europe de Lehman Bros pour 226 millions de dollars permet au broker japonais d'accroître sa présence globale à moindre coût. Mitsubishi UFG a de son côté annoncé un investissement jusqu'à 20% dans Morgan Stanley pour un montant maximum de 8.5 milliards de dollars sur la base d'une fois la valeur comptable de Morgan Stanley à fin septembre.

Depuis le début de l'année, les sociétés japonaises ont réalisé plus de 42 milliards de dollars d'acquisition à l'étranger soit quatre fois plus qu'en 2007. Ce phénomène souligne la détermination des managements japonais de croître à l'étranger. A contrario, les valeurs cycliques (acier, matières premières, machinerie, électronique) sous performant. Les craintes de fortes révisions en baisse lors des prochaines publications (fin octobre) demeurent.

ALLOCATION D'ACTIFS

Après le rebond violent et largement technique du vendredi 19 septembre (interdiction des ventes à découvert couplée aux échéances trimestrielles des marchés à terme aux Etats-Unis et en Europe), la semaine a enregistré un effrètement des niveaux atteints à la clôture du 19. Plan de sauvetage ou non, l'incertitude demeure sur le retour à un fonctionnement normal des circuits financiers.

Par rapport à la clôture de vendredi dernier, les grands indices ont connu l'évolution suivante :

- Euro Stoxx 50 : +0,2% (séance du 19 : +8,4%)
- S&P 500 : +0,1% (séance du 19 : +4%, après +4% le 18)
- TOPIX : +0,3% (séance du 19 : +4,7%)

Les marchés émergents ont connu eux aussi un fort rebond le 19 (+8,75%) et ont connu une légère baisse sur la période. Le pétrole et l'or ont rebondi fortement. Le dollar a rebaisé au cours de la semaine, avec un recul de 2% pour la seule journée du 22.

Les taux de rémunération des obligations d'Etat ont remonté par rapport aux points bas atteints au cours de la semaine se terminant le 19 septembre. Aux Etats-Unis, la perspective de recours importants au marché par le Trésor pour financer le plan de l'Administration a fait gagner 40 points de base au rendement d'une obligation à 10 ans, terminant la séance du 25 septembre à 3,85%. En Europe, le phénomène a été plus limité et la rémunération de l'obligation allemande à 10 ans n'a progressé que de 20 points de base.

Dans ce contexte, nous avons commencé à allonger la durée de nos portefeuilles et avons maintenu nos positions actions.

Performances nettes en % arrêtées au 25/09/2008

Libellé du fonds (Date création) <i>Indice actuel</i>	YTD		1 an		5 ans		Annualisée Depuis création		Date de VL
	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	
Saint-Honoré Europe Midcaps (A) (22/12/1994) <i>Dow Jones Stoxx Small 200 (EUR)</i>	-30,33 -26,19	-4,14	-34,01 -30,07	-3,94	51,89 46,66	5,23	8,11 6,48	1,63	25/09/2008
Saint-Honoré Europe Synergie (A) (05/12/2006) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	-17,64 -25,72	8,08	-19,54 -27,32	7,78	- -	-	-8,51 -13,66	5,15	25/09/2008
Tricolore (C) (26/01/1981) <i>CAC 40 (EUR)</i>	-20,62 -24,71	4,09	-20,71 -25,08	4,37	47,41 30,84	16,57	11,21 -	-	25/09/2008
Saint-Honoré Inde (A) * (30/06/2005) <i>MSCI India (EUR)</i>	-49,14 -46,61	-2,53	-37,75 -35,20	-2,55	- -	-	9,15 11,13	-1,98	25/09/2008
Saint-Honoré Chine (A) (08/04/1998) <i>MSCI China (EUR)</i>	-44,17 -43,06	-1,11	-45,44 -44,82	-0,62	93,27 102,71	-9,44	9,15 -2,56	11,71	25/09/2008
Amérique Rendement (C) (28/12/2000) <i>S&P 500 Composite (EUR)</i>	-12,96 -17,92	4,96	-18,61 -23,26	4,65	3,90 -5,34	9,24	-1,16 -6,96	5,80	25/09/2008
Saint-Honoré Asie Opportunités (A) (10/05/1993) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	-43,19 -37,30	-5,89	-39,94 -37,12	-2,82	38,81 33,59	5,22	1,36 1,27	0,09	25/09/2008
Asie Rendement (C) (27/05/2002) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	-36,36 -37,30	0,94	-34,58 -37,12	2,54	42,10 35,50	6,60	6,76 1,43	5,33	25/09/2008
Saint-Honoré Emerging Opportunités (A) (15/03/2006) <i>MSCI Emerging Market Free (EUR)</i>	-36,87 -32,92	-3,95	-32,34 -31,02	-1,32	- -	-	-5,04 -4,54	-0,50	25/09/2008
Saint-Honoré Brésil (A) (01/06/2007) <i>MSCI Brazil 10-40 (EUR)</i>	-28,60 -24,60	-4,00	-25,39 -20,44	-4,95	- -	-	-18,42 -14,14	-4,28	25/09/2008
Europe Rendement (C) (02/09/1999) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	-17,64 -25,72	8,08	-19,61 -27,32	7,71	48,21 25,13	23,08	4,09 -1,46	5,55	25/09/2008
Tricolore Rendement (C) (04/12/1998) <i>SBF 120 (EUR)</i>	-16,75 -24,82	8,07	-17,57 -25,57	8,00	59,90 32,62	27,28	11,90 2,20	9,70	25/09/2008
Saint-Honoré Allocation Court Terme (A) (13/10/2006) <i>Eonia Capitalisé (EUR)</i>	1,71 3,10	-1,39	2,55 4,21	-1,66	- -	-	3,15 4,03	-0,88	24/09/2008
Performance Discovery (01/09/1998) <i>Indice composite de Performance Discovery**</i>	-21,10 -25,81	4,71	-22,30 -28,84	6,54	21,71 14,48	7,23	3,59 0,45	3,14	24/09/2008
Multi Alternatif Equilibre Euro (C) (23/11/2001) <i>2% par an capitalisé + Eonia Cap. (EUR)</i>	-7,11 4,61	-11,72	-5,44 6,30	-11,74	22,79 27,76	-4,97	3,63 5,04	-1,41	24/09/2008
Multi Alternatif Explorer M (14/09/2004)	-10,77	-	-5,45	-	-	-	12,71	-	23/09/2008
Multi Alternatif Select (I) (21/03/2003) <i>Eonia Capitalisé (EUR)</i>	-6,73 2,78	-9,51			54,21 15,52	38,69	8,80 2,88	5,92	29/08/2008
Multi Alternatif Equity (C) (18/12/2006)	-12,45	-	-11,70	-	-	-	-5,92	-	22/09/2008

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 26 septembre à 16h00.

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 des 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.