



FLASH SPÉCIAL

PARIS, 19 SEPTEMBRE 2008

UNE SEMAINE HISTORIQUE

L'aversion au risque a atteint un sommet cette semaine. On peut la résumer par le niveau des Treasury bills à trois mois, tombés à moins de 0,10% (le plus bas depuis 1941), alors que le taux des federal funds enregistrait un plus haut à 6% en séance.

Fuite vers la qualité et panique sur le crédit

Pour les investisseurs, le sauvetage de AIG a été un signe plus inquiétant que rassurant et révélé une incertitude croissante. La mise en liquidation de Lehman Brothers avait révélé l'absence de volonté du Trésor d'intervenir sur les banques. Dès lors, le doute était permis sur l'ensemble du secteur, y compris sur ses composantes les plus saines. Les opérations concertées des banques centrales n'ont pas plus convaincu et les spreads de crédit ont continué à s'écarter.

Le tournant de jeudi

Les marchés ont décroché à partir du 15 septembre. L'indice Standard and Poor's reculait de 7,6% à la clôture du 17 septembre par rapport à celle du 12. L'indice Euro Stoxx 50 a perdu sur les mêmes dates 8,4%. Les marchés émergents ont également souffert de manière massive du climat de défiance, l'indice MSCI Marchés Émergents perdant 10%.

De manière logique les valeurs financières ont été les plus attaquées, l'indice bancaire américain perdant pratiquement 10% entre la clôture du 12 septembre et celle du 17.

Au-delà des mesures spécifiques, même de grande ampleur (nationalisation de AIG et prêt de la Réserve fédérale à la société de \$85 milliards sur deux ans), il était devenu clair que les autorités ne pouvaient plus régler les problèmes au coup par coup.

Une solution à la crise ?

L'arrière-plan des difficultés du système bancaire est bien connu : des bilans rendus fragiles (sauf exception) dans le climat de défiance actuel par leur dépendance à l'égard des financements extérieurs et la présence dans les bilans d'actifs, souvent gagés par de l'immobilier, dont l'évaluation est problématique et alimente la défiance. C'est cette combinaison que les autorités doivent traiter au fond et non superficiellement, une approche qui a montré ses limites.

Conscientes de la nécessité désormais d'une solution d'ensemble, les autorités américaines (Trésor et Réserve fédérale) sont en négociation avec le Congrès pour créer une agence fédérale destinée à reprendre certaines créances du système bancaire. La cadre reste à définir mais une dotation de \$800 milliards de dollars est évoquée pour cette agence tandis que le FDIC (l'agence fédérale chargée de garantir les dépôts des clients des banques) bénéficierait de \$400 milliards pour assurer les investisseurs dans les fonds monétaires américains. Une question essentielle est celle des conditions de reprise des actifs (prix et garanties). Afin de parachever l'effet psychologique de cette annonce, une action concertée de grande envergure (\$180 milliards de liquidités supplémentaires) a été organisée entre les grandes banques centrales en fin de semaine.

Cette période de grande incertitude a provoqué une accélération de la recomposition du secteur financier aussi bien aux Etats-Unis (acquisition de Merrill Lynch par Bank of America) qu'en Grande-Bretagne (Lloyds Bank – TSB absorbant HBOS) ou encore sur une base trans-nationale (achat de l'activité intermédiation américaine de Lehman par Barclays).

Pour les marchés boursiers, beaucoup dépendra de la réalité et de l'ampleur des mesures esquissées. Le Congrès souhaite pour des raisons évidentes une mise en œuvre rapide de la structure de « defeasance », annoncée hier et inspirée du Resolution Trust Corp créé pour prendre en charge la liquidation des actifs des « savings and loans » ayant fait faillite dans les années 90. Cette création constituerait une étape décisive dans la sortie de la crise financière, le retour à un fonctionnement normal des circuits de financement de l'économie et marquerait pour les investisseurs la possibilité de revenir à un climat débarrassé de sa plus grande source d'incertitude.

Au-delà des aspects techniques immédiats (rachats de découverts), c'est le sens qu'il faut donner au rebond, aussi historique que la semaine qui l'a précédé, hier aux Etats-Unis et aujourd'hui dans le reste du monde.

.....

FRANCE / EUROPE

La semaine a donc été marquée par les révélations par les banques européennes de leurs expositions à Lehman et AIG ; Dexia, en particulier, annonce un risque global de 350M EUR sur Lehman.

La période était également propice aux annonces de rapprochements-sauvetages bancaires : Lloyds TSB a racheté son compatriote HBOS en difficultés de refinancement, et la presse a évoqué à nouveau un éventuel rapprochement BNP Paribas – Société Générale.

ETATS-UNIS

Les principaux indices américains reculent cette semaine de -3,6% pour le S&P500 et de -2,6% pour le Nasdaq dans un environnement de panique et de rupture de supports techniques importants : la volatilité a atteint un niveau extrême (plus haut depuis octobre 2002) et le S&P500 a effacé la moitié des gains du "bull market" entre 2002 et 2007. Ceci peut s'interpréter comme des signaux de capitulation de marché et l'on peut s'attendre à un fort rebond dont un catalyste sera les rachats de shorts (les positions short sur le secteur financier représentent aujourd'hui 30% du flottant). Par ailleurs, les autorités financières US (Trésor, Fed, SEC) se sont entretenues jeudi soir avec des membres du Congrès et sont à l'étude de la mise en place d'une structure de défaisance destinée à reprendre les mauvaises dettes des sociétés financières.

ASIE

Après un début de semaine difficile, on observe aujourd'hui un rebond spectaculaire des marchés asiatiques. Bien que le ralentissement de la croissance dans la région sur le second semestre 2008 soit assuré, et ce sera probablement également le cas sur la première partie de 2009, les mesures mises en place vont, nous le pensons, assurer un fort rebond au second semestre 2009 ; l'ensemble de l'année 2009 devrait donc connaître une croissance très acceptable d'autant plus que l'inflation sera beaucoup plus modérée. Nous étions bien positionnés dans nos fonds sur les deux gros moteurs que sont la Chine et l'Inde. Nous maintenons cette forte conviction et la renforçons. Après pratiquement un an de sous-performance par rapport à l'indice monde, l'Asie sort ses griffes et va faire usage de ses ressources humaines et financières pour soutenir une forte activité.

CHINE

Après plusieurs semaines de baisse liée à l'incertitude financière globale, les marchés chinois, que ce soit à Shanghai ou à Hong Kong, sont descendus à un niveau extraordinairement intéressant. Les autorités de Pékin, Hong Kong mais aussi de Taipei ne s'y trompent pas. Elles ont annoncé des mesures importantes de soutien (baisse des taux d'intérêt, baisse de l'impôt de bourse, intervention directe). Comme à Moscou, elles estiment que la forte instabilité des derniers jours est de nature à potentiellement déstabiliser leurs systèmes financiers respectifs. Il faut dire que les volumes liés aux "short" ont atteint des niveaux très élevés.

Nous estimons que ces mesures associées à celles prises à New York, à Londres mais aussi en Europe continentale sont un signe très fort. Par ailleurs, beaucoup de sociétés chinoises se traitent aujourd'hui à des valorisations très attrayantes au regard de leur capacité à générer d'importants cash-flows.

Nous sommes donc acheteurs à ces niveaux et recommandons à nos clients de profiter de la panique ambiante pour se positionner.

INDE

Bien que la crise mondiale du crédit ait affecté le marché indien, ce dernier résiste bien cette semaine (+3,5%). Cette bonne résistance s'explique par le fait que les banques indiennes sont peu exposées au risque de crédit des banques étrangères, à l'exception notoire d'ICICI Bank. A priori, le système bancaire indien n'est donc pas à risque. Parmi les différentes mesures destinées à contenir la dépréciation de la Roupie (-15% contre Dollar depuis le début de l'année), la Reserve Bank of India a augmenté le taux de rémunération des dépôts des non-résidents indiens de 50 bps. Dans les prochaines semaines, les nouvelles exogènes joueront probablement un rôle déterminant sur le marché indien. La tenue de la Roupie semble primordiale pour que le marché indien se consolide. Fondamentalement, malgré un léger ralentissement de l'économie indienne, nous restons confiants quant aux perspectives du marché indien sur les 12 prochains mois.

BRESIL

Le marché est tombé de 10% et la volatilité a fortement augmenté. Les nouvelles en provenance des US ont été le facteur déclencheur. La Banque Centrale brésilienne a annoncé qu'elle défendrait le Real en vendant les monnaies étrangères. Elle continuera à être très active dans la lutte contre l'inflation tout en fournissant de la liquidité au système financier si nécessaire. Les fondamentaux domestiques et la faible exposition aux crédits externes sont des points positifs pour le pays.

Etant donné que la situation à l'extérieur semble s'être stabilisée, les investisseurs peuvent dorénavant se focaliser sur les excellents fondamentaux du Brésil. Malgré la remontée d'hier, le marché se traite à 7,4x les bénéfices (près des niveaux bas historiques) et, techniquement, paraît très survendu. De plus, il y a eu des rachats significatifs, ce qui est habituellement un signe de capitulation et constitue un bon point d'entrée.

JAPON

Une semaine de grande nervosité où le marché japonais évolue dans le sillage de Wall Street. La double annonce de la création d'une structure de défaillance américaine, où seraient logés les actifs douteux, et de l'interdiction de vendre short les valeurs financières américaines a permis au marché de se reprendre fortement vendredi (+4,7%).

L'exposition des banques japonaises à Lehman (2,4 milliards de dollars) reste limitée. Par contre, les difficultés d'AIG et de Lehman fragilisent le marché immobilier japonais. AIG était l'un de ses principaux acteurs avec 4 fonds immobiliers japonais totalisant 10 milliards de dollars. Nous sommes sous-pondérés sur le secteur immobilier et neutre sur le secteur bancaire. Au point bas, le marché japonais se traite à 1,1 fois sa valeur comptable (PBR 1,1), des valorisations extrêmes qu'on n'a pas vues depuis 2003, au pire de la déflation et de la crise bancaire japonaise.

ALLOCATION D'ACTIFS

Dans cette tourmente, nous n'avons pas capitulé et avons conservé nos positions actions. En revanche, nous avons profité de la volatilité sur les taux pour prendre nos bénéfices sur les obligations en début de semaine et reconstituer une partie des positions en fin de semaine. De même, nous avons investi sur les taux courts sterling et pris nos bénéfices sur l'or. Enfin, nous avons renforcé nos lignes sur le spread Etats-Unis – Europe.

Performances nettes en % arrêtées au 18/09/2008

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>	-32,00 -27,87	-4,13	-34,84 -30,75	-4,09	44,48 39,51	4,97	7,93 6,31	1,62	18/09/2008
Saint-Honoré Europe Synergie (A) (05/12/2006) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	-21,12 -29,66	8,54	-22,43 -30,32	7,89	- -	-	-10,77 -16,38	5,61	18/09/2008
Tricolore (C) (26/01/1981) <i>CAC 40 (EUR)</i>	-24,07 -29,50	5,43	-23,38 -28,68	5,30	34,41 15,90	18,51	11,04 -	-	18/09/2008
Saint-Honoré Inde (A) * (30/06/2005) <i>MSCI India (EUR)</i>	-49,49 -46,79	-2,70	-33,48 -30,37	-3,11	- -	-	8,97 11,08	-2,11	18/09/2008
Saint-Honoré Chine (A) (08/04/1998) <i>MSCI China (EUR)</i>	-47,16 -47,37	0,21	-45,37 -44,69	-0,68	82,12 86,80	-4,68	8,59 -3,30	11,89	18/09/2008
Amérique Rendement (C) (28/12/2000) <i>S&P 500 Composite (EUR)</i>	-12,18 -16,44	4,26	-20,13 -23,41	3,28	1,29 -9,08	10,37	-1,05 -6,76	5,71	18/09/2008
Saint-Honoré Asie Opportunités (A) (10/05/1993) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	-44,75 -39,72	-5,03	-38,03 -36,62	-1,41	32,88 25,31	7,57	1,18 1,01	0,17	18/09/2008
Asie Rendement (C) (27/05/2002) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	-37,61 -39,72	2,11	-32,06 -36,62	4,56	36,74 27,40	9,34	6,45 0,80	5,65	18/09/2008
Saint-Honoré Emerging Opportunités (A) (15/03/2006) <i>MSCI Emerging Market Free (EUR)</i>	-40,34 -37,31	-3,03	-33,45 -33,14	-0,31	- -	-	-7,19 -7,11	-0,08	18/09/2008
Saint-Honoré Brésil (A) (01/06/2007) <i>MSCI Brazil 10-40 (EUR)</i>	-32,72 -30,18	-2,54	-27,71 -23,37	-4,34	- -	-	-22,30 -19,26	-3,04	18/09/2008
Europe Rendement (C) (02/09/1999) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	-21,60 -29,66	8,06	-23,20 -30,32	7,12	37,17 14,05	23,12	3,53 -2,05	5,58	18/09/2008
Tricolore Rendement (C) (04/12/1998) <i>SBF 120 (EUR)</i>	-19,51 -29,29	9,78	-19,47 -28,86	9,39	50,55 18,47	32,08	11,54 1,56	9,98	18/09/2008
Saint-Honoré Allocation Court Terme (A) (13/10/2006) <i>Eonia Capitalisé (EUR)</i>	1,38 3,01	-1,63	2,36 4,20	-1,84	- -	-	3,01 4,03	-1,02	17/09/2008
Performance Discovery (01/09/1998) <i>Indice composite de Performance Discovery**</i>	-21,80 -27,30	5,50	-21,10 -28,11	7,01	18,51 8,74	9,77	3,50 0,25	3,25	17/09/2008
Multi Alternatif Equilibre Euro (C) (23/11/2001) <i>2% par an capitalisé + Eonia Cap. (EUR)</i>	-5,55 4,48	-10,03	-3,60 6,29	-9,89	25,10 27,69	-2,59	3,89 5,03	-1,14	17/09/2008
Multi Alternatif Exploré M (14/09/2004)	-9,92	-	-3,57	-	-	-	13,04	-	16/09/2008
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)	-11,86	-	-11,18	-	-	-	-5,62	-	15/09/2008

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 19 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 Exploré 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.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

332 652 536 R.C.S. Paris - N° TVA FR86332652536

47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08 - Tél. : (+33) [0] 1 40 17 25 25

www.edram.fr