

## MARCHÉ OBLIGATAIRE

### Les taux longs se tendent

Le marché obligataire européen, notamment des pays jugés les moins sûrs, s'est tendu mercredi après l'abaissement de note de l'agence Fitch sur le Portugal, qui a fait resurgir les craintes sur la solvabilité de pays de la zone euro. Hier soir, le rendement du Bund allemand à 10 ans, qui sert de référence sur le marché européen, a avancé à 3,074% contre 3,050% mardi soir, et celui de l'OAT française était à 3,402% contre 3,369%. Le rendement du Gilt britannique a grimpé à 3,959% contre 3,903%. Le ministre des Finances britannique a présenté hier le budget 2010/2011, accompagné de prévisions de déficits allégées. Aux Etats-Unis, le marché obligataire chutait avec le rendement du bon du Trésor à 10 ans à 3,827% contre 3,680% mardi soir, et celui du bon à 30 ans à 4,717% contre 4,598% la veille.

Les taux américains à échéances courtes étaient en baisse, à 0,13% contre 0,14% la veille.

Sur le marché interbancaire, l'Euribor à trois mois exprimé en dollars a reculé à 0,636% contre 0,637% la veille que le Libor à trois mois exprimé en dollars a progressé à 0,285% contre 0,284%. ■

### Dettes argentine: Buenos Aires veut convaincre les Européens

Le gouvernement argentin espère que l'Italie, le Japon et le Luxembourg approuveront une nouvelle offre d'échange de dette portant sur 20 milliards de dollars, après avoir reçu le feu vert du gendarme de la Bourse américaine (SEC), a déclaré mercredi le ministre des Finances Hernan Lorenzino. «Le processus formel se poursuit et nous avons entamé des démarches auprès des autorités boursières d'Italie, du Luxembourg et du Japon. Une fois terminées ces démarches, l'Argentine va lancer son offre d'ici deux semaines», a ajouté le ministre dans des déclarations à la radio. L'Argentine avait annoncé lundi avoir obtenu l'aval des autorités boursières américaines (SEC) à cet échange.

Le gouvernement argentin a prévenu qu'il y aurait une décote sur les titres de la dette «d'au moins 65%», mais les analystes estiment que l'offre sera plus avantageuse. Ainsi, selon certains consultants, les créanciers pourraient finalement récupérer des titres d'une valeur de 52 dollars sur chaque 100 dollars investis.

Cette nouvelle proposition d'échange des titres impayés concerne les «holdouts», à savoir les créanciers privés ayant refusé l'accord de renégociation de la dette de juin 2005. Cette année-là, l'Argentine avait négocié un échange de sa dette à hauteur de 76,15%, soit 70 milliards de dollars. Mais des centaines de créanciers réfractaires, qui détiennent 23,85% du total de la dette, avaient refusé cet accord. ■

# Les arguments de Schroders pour profiter d'une année yo-yo

**ACTIONS.** *Le stock-picking seul moyen de tirer parti des tensions. Entre politiques monétaires plus restrictives ou encore accommodantes.*

PIOTR KACZOR  
ZURICH

«La Grèce n'est pas en Grèce». Elle s'étend à l'Espagne et au Portugal. C'est par cette syllepse oratoire que Virginie Maisonneuve, responsable des actions mondiales et internationales de Schroders, évoque la dimension centrale du surendettement de ces pays, lors d'une présentation dévolue aux «Global Trends» mercredi à Zurich. «D'autant que 46% de cette dette est due à des banques allemandes et françaises». A tel point que Josef Ackermann, le patron de Deutsche Bank, aurait même jugé ce facteur plus grave que la crise financière, lors d'une rencontre récente organisée par la banque anglaise.

Une crise qui illustre surtout le rôle moteur pour l'Europe d'une économie allemande attachée à un rôle de soutien de l'euro selon la spécialiste. De plus «pourquoi l'Allemand qui a pris sa retraite à 69 ans en s'acquittant de ses impôts, paierait-il pour celui qui en Grèce n'a quasiment pas payé d'impôts et pris sa retraite à 61 ans» argumente encore la gestionnaire française, active depuis des années aux Etats-Unis. Une distribution des rôles qui renvoie assurément aux dimensions grecque et allemande à l'œuvre chez bien des Européens.

Mais ce qui préoccupe le plus actuellement la spécialiste de Schro-

ders, c'est l'absence de reprise dans le domaine de l'octroi de crédits, parfois même en déclin. Ou plus précisément la conjonction de ce facteur avec celui de politiques monétaires moins accommodantes qui nourrit, chez certains, la crainte d'un double-dip (reprise manquée suivie d'un nouveau recul du PIB). «Je ne partage pas cette vision des choses. Mais il faut être très attentif à l'impact de ce facteur sur les sociétés et leurs financements. Car de nombreuses sociétés pourraient faire faillite si l'accès à des capitaux avantageux vient à se raréfier. Or l'obtention de bonnes conditions pour le refinancement des dettes deviendra difficile pour les sociétés de piètre qualité et pour les pays mal gérés» selon la spécialiste. Ce qui se reflète dans l'évolution des écarts de taux de la dette grecque. A cet égard la crise grecque est loin d'être terminée.

D'autant que «l'évolution des crédits pourrait subir un impact négatif de 20% si les nouvelles exigences en matière de fonds propres des banques définies par les normes Bâle III sont reprises telles quelles», avertit Virginie Maisonneuve, en se référant aux craintes d'une grande banque française. Craintes qui n'ont pas l'heur d'impressionner des instances de régulation encore échaudées par la crise et qui de ce fait, privilégient à tout crin la sécurité du système bancaire.

PAYS ÉLOIGNÉS D'UN RATIO D'ENDETTEMENT DE 60% DU PIB	Resserrement fiscal (2010-2020)	
	Resserrement fiscal (2010-2020)	Dettes brutes
Grèce	15,5%	129,9%
Irlande	13,5%	74,5%
Japon	13,4%	228,6%
Etats-Unis	10,6%	91,8%
Grande-Bretagne	10,3%	79,6%
Espagne	9,4%	63,7%
Portugal	7,6%	83,3%
France	6,0%	84,9%
Italie	4,8%	117,8%

Schroders / FMI février 2010

D'où le retour de balancier des excès précédents. L'impact de Bâle III est d'autant plus malvenu qu'il intervient à un moment où les banques centrales commencent à se démarquer des politiques monétaires accommodantes. Il faut donc s'attendre à des tensions génératrices de volatilité. Induites également par les mouvements contraires des pays qui, à l'instar de l'Australie et de la Chine, resserrent déjà leur politique monétaire après le succès de leurs plans de relance. Alors que d'autres nations, telles que le Japon, vont dans l'autre sens et que l'Europe et les Etats-Unis tentent de normaliser leurs situations respectives. Or ces mouvements adverses sont les ingrédients d'une volatilité élevée. Car au cours des cinq prochaines années, la configuration des marchés d'actions va changer radicalement. A cet égard, la prise en considération

des grandes tendances majeures de croissance de l'économie mondiale devient non seulement cruciale mais un facteur de succès en matière de stock-picking.

Car après le fort rally boursier observé depuis mars 2009, Virginie Maisonneuve table sur une année 2010 en yoyo. Une année de volatilité avec beaucoup de trading. Sur la base d'une mesure historique des PE - moyenne sur 20 ans - la valorisation des actions est encore attrayante, mais sur la base des résultats des quatre derniers trimestres (trailing PE), les actions sont bien valorisées. Autant le dire, dans ce contexte, Virginie Maisonneuve ne croit pas à l'efficacité des marchés, pas plus qu'au comportement rationnel des êtres humains. A cet égard, exploiter les inefficacités, par le biais d'une recherche et analyse fondamentale centrée sur la mise en évidence des écarts de croissance permet de dénicher des opportuni-

tés fantastiques. Sans lourdes contraintes de pondérations sectorielles ou par pays mais sous un strict contrôle du risque. Ainsi, parmi les positions cruciales du fonds mondial Global Equity Alpha, des valeurs aussi familières que Danone, Roche et Novartis, mais aussi des sociétés telles que le fabricant espagnol d'éoliennes Gamesa, la société indienne de financement de transports Shriram Transport Finance, la société américaine de technologies médicales Danaher Corp. et le groupe bancaire brésilien Itau Unibanco.

Pour tenir compte précisément des trois tendances mondiales essentielles sur le long terme considérées par Schroders, à savoir le changement climatique - à cet égard le sommet de Copenhague est perçu comme un succès - l'évolution démographique - et ses implications négatives par exemple sur la productivité du Japon - ainsi que ce que Schroders définit comme le Super-Cycle, soit l'impact majeur de la croissance des marchés émergents sur le reste du monde. ■

SCHRODERS CONSIDÈRE TROIS TENDANCES GLOBALES: LE CHANGEMENT CLIMATIQUE, L'ÉVOLUTION DÉMOGRAPHIQUE ET LE SUPER-CYCLE.

## Le dollar et les stocks font reculer le pétrole

Les prix du pétrole ont terminé en nette baisse mercredi à New York, le baril cédant plus d'un dollar, dans un marché sapé par le raffermissement de la monnaie américaine et la hausse des stocks de pétrole brut aux Etats-Unis.

Sur le New York Mercantile Exchange (Nymex), le baril de «light sweet crude» pour livraison en mai a terminé à 80,61 dollars, en recul de 1,30 dollar par rapport à la clôture de mardi.

A Londres, sur l'InterContinentalExchange, le baril de Brent à échéance identique a perdu 1,08 dollar à 79,62 dollars.

Le marché a subi deux influences négatives. Toute la journée, il a avant tout été pénalisé par la pression découlant du net raffermissement du dollar, «ce qui pousse les investisseurs à fuir les matières premières, dont le pétrole», a expliqué Andy Lipow, de Lipow Oil Associates.

L'euro évoluait en effet à son plus bas niveau depuis dix mois, un peu au-dessus de 1,33 dollar, pénalisé par l'éventualité d'une participation du Fonds monétaire international pour résoudre la question d'une aide à la Grèce mais aussi par l'abaissement de la note du Portugal sur sa dette souveraine par Fitch.

Déjà sensiblement affecté, le marché n'a finalement que peu réagi à

l'envolée massive des stocks de brut aux Etats-Unis mise en évidence dans le rapport hebdomadaire du département de l'Energie. Les réserves de brut ont bondi de 7,3 millions de barils lors de la semaine achevée le 19 mars, soit environ cinq fois plus que les prévisions des analystes.

«La poudre des chiffres du département de l'Energie a été un peu mouillée par ceux de l'institut du pétrole américain, l'API, publiés hier soir», a noté Antoine Halff, de Newedge Group.

En effet, le marché avait réagi avec prudence après une hausse de la même ampleur annoncée par l'API, dont le rapport précède traditionnellement celui du DoE, même si les chiffres de l'administration américaine montrent souvent des variations plus modérées. Le recul notable et supérieur aux prévisions des réserves de produits pétroliers, essence et produits distillés, de 2,7 millions et 2,4 millions de barils respectivement, a par ailleurs atténué le rapport. «Les chiffres du DoE indiquent une poursuite du tassement des stocks de produits», a noté Antoine Halff, mais aussi un tassement de la baisse de la demande, qui est, sur les quatre dernières semaines, supérieur de 3,6% par rapport à la même période l'an passé. ■

## L'avantage compétitif de la gouvernance

**ALEXANDRE FINANCE.** *La crise a amené à réfléchir aux structures des sociétés de gestion. Obtenir un rating de gouvernance peut constituer un atout.*



**MICHEL PÉRONNE.** Il est impossible de déconnecter la performance des produits du mode de fonctionnement d'une société de gestion.

Alexandre Finance a choisi d'innover à sa manière. La société de gestion basée à Paris affirme à être la première dans son domaine à avoir demandé un rating de gouvernance. Car, «il est impossible de déconnecter la performance des produits du mode de fonctionnement d'une société de gestion», explique son président Michel Péronne. Le groupe a ainsi mandaté en 2009 BMJ Ratings pour évaluer sa gouvernance. Elle a obtenu un rating AA+ en septembre dernier.

«Avec la crise, les questions de gouvernance et de confiance sont devenues essentielles. Les investisseurs ont notamment commencé à se poser des questions sur les structures des sociétés de gestion», souligne le gérant de fonds. La note délivrée par BMJ Rating constituait un moyen de rendre ces éléments tangibles. En outre,

cela permettait à tous les clients d'avoir accès aux mêmes informations. «Avant de sélectionner un fonds, les banques procèdent à une due diligence de la société de gestion, ce que l'ensemble de nos clients n'ont pas toujours les moyens de faire. Désormais, les gérants indépendants, les family offices et les banques ont accès au rapport de l'agence de notation», poursuit Michel Péronne. Pour ce dernier, d'autres sociétés de gestion vont sans doute chercher à obtenir cette certification. La bonne gouvernance sera également un critère pour être sélectionné.

Le président d'Alexandre Finance reconnaît toutefois que, comme les audits ne permettent pas de déceler toutes les anomalies, ce ra-

ting n'est pas une garantie absolue contre les fraudes. L'agence de rating doit seulement évaluer si le contrôleur des risques a les moyens de détecter une fraude, de la faire remonter aux associés et qu'une sanction puisse être prise si nécessaire, y compris à l'encontre du président.

La société, qui compte aujourd'hui 9 employés dont une personne à Genève, a développé un fonds, spécialisé dans les actions européennes. «Nous voulons être performants dans un domaine que nous connaissons», explique Michel Péronne. D'où un clair biais sur les actions françaises dans le fonds. Ce qui n'est pas un problème puisque «la plupart des sociétés dans lesquelles nous investissons ont une dimension européenne et souvent mondiale». Le gérant privilégie une approche «simple, prudente et défensive» de manière à ce que le fonds résiste en cas de baisse des marchés et performe bien en cas de hausse. D'autres fonds pourraient être ensuite lancés. Alexandre Finance recherche notamment un spécialiste des actions européennes, pour lancer «un vrai fonds Europe sans biais sur un pays». (MF)