

L'austérité n'est pas une solution

DNCA. Le grand facteur de la crise de l'euro n'est pas tant l'évolution des déficits budgétaires que celle des balances courantes.

NICOLETTE DE JONCAIRE

Les Français continuent à croire à l'euro. C'est en tous cas ce qui ressort du sondage instantané exécuté auprès de l'audience de la conférence de DNCA Finance, donnée à Paris en début de semaine. A la question «l'euro survivra-t-il ?», 89% du millier de participants présents ont répondu oui. Contre 93% début 2011. Pour Grégoire Scheiff, gérant et responsable de la clientèle institutionnelle, le pire ne s'est pas produit et ne se produira peut-être pas. Les indicateurs avancés relèvent la tête depuis le dernier trimestre 2011. Le PMI US (Purchasing Managers Index) est à 53,9, celui de la Chine à 50,3 et même celui de l'Europe remonte à 46,9.

Aux Etats-Unis, l'endettement des ménages décroît et les conditions de financement s'améliorent. Les taux hypothécaires à 30 ans sont à un plancher historique. Avec une dépréciation de 35% depuis le pic de 2006, la bulle de l'immobilier est bel et bien résorbée. Mais attention, la baisse des revenus entraîne celle du taux d'épargne. Une situation qui ne soutiendra pas la croissance à terme, si elle se perpétue.

Quant à la bulle immobilière chinoise qui a tant inquiété, c'est une fausse alerte. Bien sûr, les prix ont grimpé mais l'évolution de ces prix, par rapport aux revenus, est sur une confortable courbe descendante. Bien plus confortable que la courbe française qui, par contre, a repris le chemin de la hausse. La croissance chinoise sera inférieure à 9%, mais celle des revenus restera dans les deux chiffres. Ce ne sont plus les exportations qui portent le développement de la deuxième puissance économique mondiale mais bien ses investis-

sements et sa consommation internes.

Pour en revenir à l'Europe, le grand facteur de crise n'est pas tant l'évolution des déficits budgétaires, tant débattus, que celle des balances courantes. Sinon l'Allemagne serait en crise et l'Espagne prospérerait. Cette analyse, peu médiatisée, est beaucoup plus proche des fondamentaux et colle bien mieux à la réalité. La crise actuelle trouve sa source dans le déséquilibre des balances courantes. Sur la période 1999-2007, celles de la Finlande, de la Belgique et de l'Allemagne sont positives. A contrario, celles de la France, de l'Italie, de l'Irlande, de l'Espagne, de la Grèce et du Portugal sont négatives. En Europe du Sud, la consommation a dépassé la production, financée par l'Europe du Nord. Ce n'est pas dans les programmes d'austérité qu'il faut chercher la solution mais bel et bien dans une baisse des coûts salariaux. Dont l'effet améliore la compétitivité et réduit la demande.

Irlande, Grèce, Portugal, Espagne, les coûts salariaux baissent dans les pays en difficulté. Escortés d'une baisse de la demande intérieure. L'Espagne dont le coût salarial est aujourd'hui tombé à 21 euros de l'heure pourrait bien résorber son déficit, dès cette année. La France affiche encore un coût salarial moyen de 34 euros. Et les coûts continuent de s'apprécier de 4% par an en Allemagne.

A l'intéressante analyse macro de Grégoire Scheiff, a succédé la présentation des performances des portefeuilles de DNCA par Jean Charles Mériaux, directeur de la gestion. Un peu décevantes car il a confessé une trop grande confiance dans la capacité des politiques européens à gérer la crise. Tenir les valeurs bancaires et la



JEAN CHARLES MÉRIAUX.

Se tenir à distance des valeurs bancaires et de la dette souveraine ne suffit pas.

dette souveraine à distance ne suffisait pas. L'incertitude chronique engendrée par le manque de crédibilité des gouvernants de la zone euro a généré une volatilité diffi-

cile à maîtriser. Malgré une approche prudente, les fonds de la gamme ont des résultats faibles. Bien meilleurs, toutefois, que leur benchmark. Eurose affiche une performance négative de 0,91%, un moindre mal lorsque l'Euro Stoxx 50 est à -17,05%. Largement investi en obligations (77,4% du portefeuille) avec plus de 30% d'émissions corporate en France, peut-être était-il un peu trop concentré sur le risque français? Quant à Centifolia, il fallait s'y attendre au vu des résultats du CAC 40, sa performance 2011 n'est pas remarquable. Dommage pour l'un des meilleurs fonds de valeurs françaises du marché dont la per-

formance annualisée sur 3 ans est de 7,24%. Le poids négatif de la position France Telecom, excessivement sanctionné par le marché, s'est lourdement ressenti. Mais patience, prudence et persévérance. DNCA est stratégiquement bien placé pour l'année à venir. ■

LA SOLUTION EST BEL ET BIEN DANS UNE BAISSÉ DES COÛTS SALARIAUX. DONT L'EFFET AMÉLIORE LA COMPÉTITIVITÉ ET RÉDUIT LA DEMANDE.

Ere darwinienne pour les hedge fund

ALTERNATIVE INVESTMENT FORUM.

Les investisseurs cherchent des positions liquides et des stratégies de niche. Les gérants contrariens dominant en ce moment.

La place genevoise ne semble pas prête à se défaire des fonds alternatifs. Bien que depuis 2008 le secteur subit un assèchement des fonds, accompagné d'une régulation toujours plus contraignante, quelques nouvelles entités ont toutefois pris quartier dans notre région. Selon Bénédicte Gravand, éditeur pour l'agence spécialisée Opalesque, il y a environ 130 fonds de ce type en Suisse qui gèrent plus de 20 milliards de francs. L'année 2011 a cependant été difficile. Les fonds de fonds se trouvent sous toujours plus de pression au moment de devoir justifier les frais de gestion dans un environnement où la génération d'alpha se fait rare. Les stratégies de portefeuille 100% hedge ont par ailleurs été reléguées au passé. Aujourd'hui, les mots dominants dans toutes les présentations évoquent une minimisation du risque et de la volatilité. Les investisseurs, eux, cherchent des positions liquides et des stratégies de niche. Cependant, selon les données d'Opalesque, en 2011 les hedge fund ont dédié plus de temps à traiter autour de leurs positions, plutôt qu'à la recherche sur les fondamentaux. La plupart des fonds constitués ont d'ailleurs lancé des stratégies axées sur le tail-risk. A l'occasion du Forum for Alternative Investment tenu hier à Genève, Cédric Kohler, responsable du département conseil chez Fundana évoque d'éventuelles opportunités à l'horizon.

Quelles stratégies qui domineront cette année?

En 2011, les gérants ont dû se positionner dans une ambiance forte volatilité, accompagnée de risques systémiques et d'un paysage macro en pleine évolution. Au-



CÉDRIC KOHLER. Les effets d'annonce macro seront moins fréquents cette année.

jourd'hui, les actions sont donc sous-pondérées et de nombreux analystes prévoient une stabilisation de la situation. Quelques beaux rallies nous attendent donc certainement en 2012. Les stratégies long/short verront une recrudescence et des opportunités se dessineront aussi certainement sur les CTA. Les stratégies macro pourraient également refaire surface si quelques tendances se font sentir et que la volatilité reste contrôlée pendant quelques mois.

Peut-on vraiment croire à un calme après la tempête?

Les dialogues européens et les annonces choc que nous avons vu cette année n'ont plus lieu d'être, surtout depuis que les banques centrales de la zone UE empruntent directement sur le bilan de la BCE. Même s'il y a de grandes chances que l'UE entre en récession, les politiciens semblent avoir compris la gravité de la situation et commencent à mettre en place de vraies solutions. Puis, il faut remarquer qu'en période d'élections, les annonces macro faites par les politiciens se font moins fréquentes.

Pensez-vous rester investis principalement dans des fonds américains en 2012?

Les Etats-Unis demeurent un lieu de prédilection pour l'industrie du hedge fund. Notamment pour des raisons de liquidités et un pa-

norama d'investissement bien plus ample. Cependant, notre approche a toujours favorisé le bottom-up, c'est pourquoi si nous trouvons un bon gérant en Europe ou en Asie nous n'excluons pas d'investir auprès de lui.

Vous avez présenté l'approche equity investing 2.0 lors du forum. Entrons-nous vraiment dans une nouvelle ère d'allocation pour les portefeuilles actions de hedge fund?

Cette méthode, qui se pratique aux Etats-Unis depuis 2001, est encore très peu pratiquée en Europe. Elle consiste à inclure les fonds de fonds au sein d'un portefeuille en tant que produit et non comme une classe d'actifs à part entière (par ex: mettre les equity long/short dans le portefeuille actions). Elle permet ainsi d'établir des objectifs de performance plus en ligne avec ce que la stratégie peut offrir. De nombreux hedge fund ont été contraints de fermer depuis 2006.

Comment voyez-vous le secteur évoluer ces prochaines années? En 1970, Carol Loomis a rédigé un article pour Fortune Magazine, dans lequel il stipule que la SEC (autorité de surveillance financière US) allait réguler et donc, par conséquent, brider les hedge fund. Dans le même papier, il ajoute par ailleurs que Warren Buffet allait se défaire de Berkshire Hathaway, car il ne trouvait plus de bonnes opportunités sur le marché américain. L'histoire nous prouve aujourd'hui que l'économie est cyclique et que malgré une période d'incertitude face aux risques systémiques engendrés par notre système économique et financier, les hedge fund évolueront comme ils l'ont fait tout au long du XX^e siècle.

INTERVIEW: ANNE RÉTHORET

QUELQUES BEAUX RALLIES NOUS ATTENDENT EN 2012. LES STRATÉGIES LONG/SHORT VERRONT UNE RECRUESCENCE ET DES OPPORTUNITÉS SE DESSINERONT AUSSI CERTAINEMENT SUR LES CTA.

Décision de Bruxelles le 1^{er} février

NYSE/DEUTSCHE BÖRSE. Le projet de fusion semble compromis car la Commission l'a jugé récemment inacceptable en l'état.

La Commission européenne rendra sa décision le 1^{er} février sur la fusion entre NYSE Euronext et Deutsche Börse pour former le premier opérateur boursier mondial, un rapprochement qui pose des problèmes de concurrence et pourrait être interdit.

«Je peux vous confirmer que la décision sera rendue le 1^{er} février», a affirmé hier Joaquin Almunia, le vice-président de la Commission en charge de la concurrence. Ce projet de fusion semble compromis car la Commission, qui fait office de gendarme de la concurrence en Europe, l'a jugé récemment «inacceptable en l'état», selon un document en interne.

Bruxelles s'inquiète de la puissance du futur groupe, qui dominerait notamment 90% du marché des produits dérivés en Europe et a demandé à plusieurs reprises des concessions aux deux groupes.

Selon des informations de presse, M. Almunia a recommandé mardi de désapprouver la fusion mais son confrère au Marché intérieur, le Français Michel Barnier, a demandé plus de temps pour étudier la recommandation, laissant l'espoir aux opérateurs boursiers d'un soutien à leur projet au sein de la Commission. La Commission a un droit de regard sur les rapprochements entre entreprises depuis 1990, mais elle n'utilise que rarement l'arme ultime qu'est le veto.

Des centaines de rapprochements sont examinés chaque année à Bruxelles et la dernière interdiction remonte à début 2011: il s'agissait du rapprochement des deux premières compagnies aériennes grecques, Olympic Air et Aegean Airlines. ■

AGENDA

JEUDI 26 JANVIER

Logitech: résultats T3
BC Jura: résultats 2011
CFF: chiffre d'affaires 2011
Mikron: chiffre d'affaires 2011
BC de Fribourg: CPB 2011, Fribourg
BC de Schwyz: CPB 2011, Schwyz
SECA Swiss Private Equity and Corporate Finance Association: Venture Capital & Private Equity Trends 2012

VENDREDI 27 JANVIER

Dätwyler: chiffre d'affaires 2011
Hügli: chiffre d'affaires 2011
Regiobank Solothurn: CPB 2011, Soleure
CKW: AG
KOF: baromètre conjoncturel janvier
CP The public eye awards 2012, Davos

LUNDI 30 JANVIER

KOF: indicateur de l'emploi
BC de Zurich: prix PME 2012

MARDI 31 JANVIER

BC de Lucerne: résultats 2011
Tornos: chiffre d'affaires 2011
Banque Coop: résultats 2011
HBM Bioventures: résultats T3
Titlis Rotair: résultats 2010/11
UBS-Indicateur de consommation décembre

Première capitalisation mondiale devant Exxon

APPLE. Le groupe s'est aussi hissé à la première place des fabricants informatiques devant Hewlett-Packard.

Apple éblouissait Wall Street hier, en redevenant la première capitalisation boursière mondiale devant le géant pétrolier ExxonMobil, mais le groupe de la Silicon Valley doit maintenant prouver qu'il saura garder son avance technologique sans Steve Jobs.

Apple, qui a publié des chiffres de bénéfices et de ventes record au premier trimestre de son exercice décalé, s'est aussi hissé à la première place des fabricants informatiques devant son grand concurrent Hewlett-Packard, en termes de volumes de ventes de tablettes et d'ordinateurs. La maison de courtage RBC Capital Markets, résumant le sentiment général, parlait d'«domination». Vers 16h00 GMT, l'action de la société californienne décollait de 6,55%, à 447,94 dollars, ce qui

portait sa capitalisation à 415,11 milliards de dollars. A l'inverse, ExxonMobil lâchait 1,09% (86,23 dollars) pour une capitalisation de 413,32 milliards de dollars. Sur les trois derniers mois de l'année, le bénéfice net du groupe a plus que doublé sur un an, à 13,1 milliards de dollars, tiré en particulier par les ventes de téléphones iPhone 4S.

Le groupe a vendu 37,04 millions d'iPhone au cours du trimestre, soit un bond de 128% sur un an, 15,4 millions de tablettes iPad (+111%), 5,2 millions d'ordinateurs Mac (+26%). Seules les ventes de baladeurs iPod ont continué leur déclin avec 15,4 millions d'unités écoulées, en baisse de 21% sur un an. En combinant les ordinateurs et les tablettes électroniques, la firme à la pomme a écoulé 20,6 millions d'unités entre octobre et décembre.

D'après le cabinet d'études spécialisé Gartner, Hewlett-Packard (HP), qui n'a pas encore publié ses résultats trimestriels, devrait avoir vendu environ 14,7 millions d'ordinateurs. ■