

# COMMUNIQUE D'INTER EXPANSION

Le 6 octobre 2008

## 1. L'aggravation de la crise financière en septembre

La crise financière qui sévit depuis plus d'un an, s'est nettement aggravée en septembre, conduisant à une défiance généralisée des banques entre elles. Elle s'est traduite par le blocage des marchés interbancaires américain et européen et la quasi impossibilité pour certains établissements financiers de trouver un financement normal, sans même évoquer le recouvrement de créances basées sur les crédits hypothécaires américains (appelés actifs « toxiques »).

Au cours du mois de septembre, un certain nombre d'établissements renommés ont connu de très graves difficultés comme, aux Etats-Unis, l'assureur mondial n°1 AIG, la 4<sup>ème</sup> banque d'investissement américaine Lehman Brothers, la 1<sup>ère</sup> Caisse d'épargne américaine Washington Mutual, et en Europe la banque-assurance Fortis, la banque franco-belge Dexia et la banque allemande Hypo Real Estate.

Face à cette situation de crise, les autorités (Gouvernements, Trésors publics et Banques Centrales) ont été particulièrement actives en injectant des liquidités pour éviter un blocage du système bancaire, en agissant au cas par cas pour sauver certains établissements financiers et en prenant des mesures techniques (comme l'interdiction des ventes à découvert) pour limiter les répercussions de cette crise sur les marchés financiers.

Malgré cela, la crise de confiance subsiste, ce qui a conduit les autorités américaines à présenter un vaste plan de reprise des actifs « toxiques » par l'Etat en échange de Bons du Trésor américain. Ce plan Paulson a été adopté par la Chambre des Représentants américaine le 3 octobre et donne au trésor US la possibilité de racheter jusqu'à 700 milliards de USD de titres aux établissements financiers pour alléger leurs bilans et re-fluidifier les marchés financiers.

Par ailleurs, des mesures diverses sont prises en Europe et aux Etats-Unis pour rétablir la confiance. Ainsi sont envisagées des mesures techniques comme la levée temporaire de l'obligation de comptabilisation des actifs en valeurs de marché, particulièrement dévastatrice lorsque certains types d'actifs ne peuvent être cotés.

## 2. Comment se sont comportées les gestions d'Inter Expansion ?

Les marchés financiers ont réagi fortement dans ce contexte de crise, avec le retour de l'aversion au risque (actions et obligations privées) et celui des flux vers les actifs les plus sûrs (obligations d'Etat).

Rappelons que les portefeuilles gérés par Inter Expansion ne détiennent pas de titres directement liés aux actifs toxiques américains.

### ► Portefeuilles comportant des actions

Rappelons également que les portefeuilles ne détiennent pas d'actions américaines en direct.

Les titres financiers (banques et assurances) de l'indice européen DJ Euro Stoxx 50 ont perdu 12% de leur valeur au cours du mois de septembre, c'est-à-dire à peine plus que l'indice global (-10%). En fait, le secteur avait déjà enregistré précédemment de fortes baisses et n'a pas sur réagi aux derniers développements de la crise.

Nous sommes nettement sous pondérés sur ce secteur. Les principales valeurs que nous détenons sont :

- banques : BNP Paribas, Société Générale, Banco Bilbao Vizcaya, Unicredito, Intesa Sanpaolo...
- Assurances : Axa, Allianz Generali, Munich Re...

Nous sommes en revanche sur pondérés sur des titres dits défensifs comme l'agro alimentaire, les opérateurs de télécommunications et les pharmaceutiques.

Par ailleurs, notre allocation d'actifs est en moyenne sous pondérée en actions par rapport aux indices de référence.

De ce fait, dans ce contexte de marchés très difficile, nos portefeuilles reculent en moyenne moins que les indices de référence.

Les performances sont évidemment affectées par cette crise financière, puisque l'indice DJ Euro Stoxx 50, représentant les grandes valeurs de la zone Euro baissait, au 30 septembre, de 32% depuis le début de l'année.

#### Perspectives :

Certes dans le contexte actuel la volatilité devrait rester élevée au moins à court terme, l'assèchement du crédit pèsera sur l'activité, la mise en œuvre du Plan Paulson sera complexe et l'aversion au risque ne reculera que progressivement. Nous retenons cependant l'hypothèse que la sphère financière retrouvera progressivement un fonctionnement normal. Dans cette hypothèse, la valorisation des marchés nous semble être à un niveau particulièrement intéressant <sup>1</sup>

Dans ces conditions, à court terme, nous n'envisageons pas de modifier de façon importante notre politique de gestion positionnée de façon défensive et conservons notre niveau d'allocation actuel.

#### ► Portefeuilles taux

Bien que ne détenant aucune obligation adossée à des crédits hypothécaires américains, la gestion obligataire d'Inter-Expansion est bien sûr impactée par la crise financière.

Sur le marché des taux d'intérêt, aussi bien monétaire qu'obligataire, l'illiquidité et la course aux valeurs refuge que sont les Bons du Trésor et les Emprunts d'Etat ont créé une grave crise de financement dont certains établissements financiers trop engagés par des positions risquées n'arrivent pas à sortir.

Aux Etats-Unis, plusieurs établissements se sont trouvés pris au piège de cette sécheresse du crédit : Lehman, AIG, Washington Mutual et Wachovia. Nos gestions de taux n'ont aucun de ces émetteurs en portefeuille ni aucun actif en devises autre que l'Euro.

En zone Euro, trois grands établissements ont été soutenus par les gouvernements français, belge, luxembourgeois et allemand (Fortis, Dexia, Hypo Real Estate). Ces interventions ont permis d'affirmer la pérennité de ces banques, les positions que nous avons sur ces émetteurs ne s'en trouvent que confortées.

De plus, bien que les valorisations des portefeuilles obligataires soient impactées par la crise, les performances restent positives, de l'ordre de 2,50% sur 2008, et en ligne avec la performance du marché obligataire qui profite de la baisse des taux.

Les gestions d'Inter Expansion dans la crise actuelle, réaffirment leur prudence en termes de choix de titres et d'émetteurs dans un univers de grandes valeurs contrôlé en permanence. Par ailleurs, les portefeuilles privilégient la liquidité en sorte de gérer les mouvements d'entrée et de sortie.

---

<sup>1</sup> En effet, les marchés d'actions sont évalués sur une base de 9 fois les profits 2008 pour le DJ Euro Stoxx 50. Même en retenant une éventuelle baisse des profits de 20% en 2009, les marchés d'actions seraient valorisés moins de 11 fois les profits de l'année prochaine, ce qui nous semble être un niveau particulièrement attractif. Notre recommandation est donc de patienter afin de retrouver progressivement des niveaux de marchés plus élevés.