

**Crise des souverains : épisode 2**

Le mois de novembre a été extrêmement déroutant pour les investisseurs en titres Tier 1 et Tier 2 avec le retour de la crise des souverains. Pourtant les annonces du comité de Bâle, le 12 septembre dernier, avaient déclenché des vagues d'achat importantes sur le marché de la dette hybride et les obligations Tier 1 avaient très fortement performé **(+6%)**. En raison de règles d'éligibilité aux fonds propres plus strictes que prévu, le marché avait alors anticipé que la plupart des banques exerceraient systématiquement leurs options de rachat dès que possible (voir notre note sur Bâle III et la dernière mise à jour). Rien n'a changé à cet égard, mais les obligations ont depuis fortement chuté : **sur le mois de novembre, Axiom Obligataire accuse une perte cumulée de 10.90%, Axiom Premium 7.5% et l'indice Tier 1 9.2%**.

La lune de miel avec Bâle III est-elle réellement terminée ? Que s'est-il passé ?

Trois principaux éléments expliquent cette baisse :

- la situation Irlandaise et la décision totalement inattendue du gouvernement de "spolier" les détenteurs d'obligations subordonnées émises par Anglo Irish Bank en les forçant à échanger leurs obligations sous la menace du vote d'une future loi qui réduirait la valeur de leurs avoirs à zéro. **Axiom Obligataire était investi sur des obligations Tier 2 émises par cette banque. La perte attribuable à l'ensemble des positions sur les banques irlandaises est d'environ 3% de l'actif net du fonds.**
- la déclaration de la chancelière allemande Angela Merkel selon laquelle il devrait y avoir une sorte de partage des pertes pour les détenteurs d'obligations souveraines en cas de sauvetage par les membres de la zone euro. Cette déclaration a mis le feu aux poudres et a provoqué des ventes massives de titres obligataires émis par les états périphériques de la zone euro entraînant des ventes de titres Tier 1 des banques exposées à ces états.
- un mois de novembre très peu porteur pour les titres hybrides : les banques vendent les positions détenues dans les titres émis par les autres banques afin d'augmenter leurs fonds propres. La détention de ces titres au 31 décembre par une banque est en effet dilutive des fonds propres.

Les implications de cette crise pour nos investissements sont très différentes de ce qu'on a connu pendant la crise Grecque :

**Pendant la crise Grecque**, les investisseurs étaient focalisés sur l'exposition des banques à la Grèce et plus généralement aux PIIGS (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne). Les obligations Tier 1 émises par les plus grandes banques (la plupart ayant échappé à la crise relativement saines et sauvées, sans aucun plan d'aide d'État spécifique) qui avaient les plus grosses expositions avaient fortement baissé. Par contre, les banques dans des situations graves et qui bénéficiaient des aides d'État avaient une exposition limitée aux PIIGS et les prix de leurs obligations Tier 1 avaient très peu baissé. Ces obligations étaient en effet principalement détenues par des investisseurs sophistiqués qui sont plus focalisés sur les spécificités des émissions que sur les perspectives macro-économiques. Par exemple, un investisseur classique a très vite vendu une obligation Tier 1 émise par le Crédit Agricole, en raison de la grande exposition de la banque à la Grèce, alors qu'un hedge fund ayant du Tier 1 Northern Rock n'a pas vraiment prêté attention à la crise. **Le fonds Axiom Obligataire, exposé en partie aux obligations en situations spéciales, avait alors bien mieux résisté que le fonds Axiom Premium qui est fortement investi dans les obligations émises par les grandes banques sorties d'affaire.**

**Pendant la crise Irlandaise**, plus personne n'a semblé se soucier de l'exposition des banques aux risques souverains : la création du fonds d'aide européen, la façon dont les situations grecques et irlandaises ont été traitées ont atténué les craintes de défaut d'un état souverain. Les banques ont aussi été contraintes de divulguer leurs expositions aux souverains ce qui a rassuré le marché. Le mot clé cette fois ci était «burden sharing" et la plupart des investisseurs n'ont pas compris les limites du concept tant en termes de portée géographique qu'en termes de structuration du capital. Ainsi, les Tier 1 émis par les grandes banques ont relativement bien tenu (le même titre émis par le Crédit Agricole n'a perdu « que » 11.5% au plus fort de cette crise alors qu'il en avait perdu 26% pendant la crise précédente), tandis que les titres subordonnés émis par des institutions plus fragiles ont régulièrement baissé au cours du mois. **Le fonds Axiom Obligataire accuse donc une perte plus importante sur le mois que le fonds Axiom Premium (3% de perte en plus qui correspondent aux pertes subies sur l'Irlande).**

Le gouvernement irlandais, qui a ouvert la boîte de Pandore, a totalement perdu le contrôle de la situation et a été contraint d'accepter un plan de sauvetage international. Nous ne pensons pas que cette situation puisse être transposée à d'autres pays comme le Portugal et l'Espagne par exemple. Il est vrai que ces deux pays sont vulnérables et pourraient faire l'objet, à l'avenir, d'un soutien de l'Europe et du FMI. Cependant, au contraire de l'Irlande ou même de l'Allemagne, leur secteur bancaire est solide. Les principales banques portugaises ont des ratings décents et le gouvernement n'a pas de participation significative dans ces établissements. Imposer un « burden sharing » aux détenteurs de dettes subordonnées n'aurait donc aucun impact sur les finances publiques.

Quant au « *burden sharing* », il est pour la grande majorité des banques européennes un concept très éloigné des réalités et absolument pas pertinent dans leur stratégies. L'accent est désormais mis sur la croissance, sur la conformité aux exigences de Bâle III, sur la gestion du capital et sur la transition d'une situation de crise à une nouvelle étape du cycle économique. Dans la plupart des pays européens (France, Belgique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Luxembourg, Autriche, Italie, etc.), le risque souverain est extrêmement faible et les plans d'aides d'État aux banques ont déjà été entièrement validé (Fortis, ABN, RBS, KBC, CNCE, etc.).

Nous pensons que **l'univers d'investissement est solide** et Bâle III continuera à soutenir fermement la classe d'actif des dettes subordonnées en offrant de fortes incitations au remboursement anticipé des titres perpétuels. La nouvelle réglementation prudentielle se précise et le comité a annoncé la publication des règles pour la fin de l'année. Les nouveaux besoins en fonds propres des banques devraient être annoncés en milieu d'année prochaine. **La classe d'actif reste cependant très sensible aux crises systémiques** et la crise actuelle, comme celle de la Grèce au mois de mai, constitue **une nouvelle opportunité d'investissement** dans un secteur et sur une classe d'actif en plein rebondissement. **Le fonds Axiom Obligataire a connu une collecte positive sur le mois de novembre.**

<b>Axiom Obligataire</b>	<b>29 octobre 2010</b>	<b>30 novembre 2010</b>	
Actif Net du fonds	185 901 411,77	168 408 375,67	<b>-9,41%</b>
VL par part	1 644,48	1 465,64	<b>-10,88%</b>
Nombre de parts	113 779,57	115 507,93	<b>1,52%</b>
Rendement au call	12,63%	16,75%	<b>32,62%</b>
Rendement à perpétuité	6,67%	7,74%	<b>16,04%</b>