

Allocation par profils établie le 15 janvier 2009 :

Contexte de marché : incertitude absolue quant à l'évolution des marchés d'actions sur l'année. Situation inédite depuis la seconde Guerre Mondiale.

Points Négatifs : ensemble du contexte économique, pertes bancaires à venir, non redémarrage satisfaisant des financements de l'activité économique, newsflow (les prochaines nouvelles économiques à venir seront mauvaises). A plus long terme : très net affaiblissement du « consommateur en dernier ressort », le particulier US, par deux voies : retournement du marché de l'emploi US (augmentation du chômage spectaculaire et qui ne fait sans doute que commencer) d'où moindre capacité globale à consommer, effet richesse fortement négatif (baisse des prix de l'immobilier, et baisse des retraites par capitalisation) par repli des marchés d'actions.

La sphère bancaire reste très fragile.

Malgré des plans de relance très significatifs aux Etats-Unis (financés maintenant par la planche à billets : le Trésor recourt à l'endettement massif, la Fed rachète des créances dégradées aux Banques pour restaurer leurs bilans et rétablir les circuits économiques, et ceci maintenant par la voie de la création monétaire (synonyme à terme d'inflation).

Points Positifs :

Valorisations des actions qui ont beaucoup baissé (mais les bénéfices également) ;
Plans de Relance internationaux (mais fragiles et risqués car substituent à l'endettement privé l'endettement public pour tenir la consommation, malsain à long terme, notamment pour les obligations d'Etat).
Baisse du prix des matières premières (correspond à une phase récessive traditionnelle des cycles d'activités) qui offre une force de rappel.

Notre estimation :

Notre constat : la croissance économique internationale s'est accomplie depuis le milieu des années 1990 non pas sur la base saine d'une consommation financée par le salaire, mais sur la base de salaires réels atones (et formes de travail précaires en hausse, délocalisations). La consommation qui a porté cette croissance a été financée à crédit, et même au moyen d'une bulle du crédit. Ce moteur « factice » s'est éteint en 2008 et ne retrouvera pas son ampleur passée. Dès lors il faudra probablement beaucoup de temps pour jeter les bases d'une nouvelle croissance pérenne, et sans doute au détriment de la rémunération du capital (valeur de la propriété) en faveur de la rémunération du travail (salaires).

A l'horizon de 6 mois, la sortie du marché baissier initié à l'été 2007 est très hasardeuse et n'est pas une hypothèse suffisamment probable pour établir les allocations en ce sens. Mais nous devons nous attendre sur le semestre à des phases de rebond (régime de forte volatilité constaté en 2008 maintenu), avec les impacts peut-être temporaires des plans de relance (le surendettement privé US sera long et pénible à digérer). Contrairement à 2008, on peut espérer que les marchés seront plus discriminants entre les valeurs (en 2008 les très bons gérants actions « stock-pickeurs » n'ont guère fait mieux que les indices).

A l'horizon de la fin de l'année 2009, nous aurons soit une confirmation de l'hypothèse déflationniste (la classe d'actifs actions sera alors durablement touchée et ne reverra pas ses plus hauts de 2007 avant que la prochaine décennie ne soit bien avancée), soit une sortie du marché baissier mais accompagnée probablement d'un regain d'inflation compte tenu de l'ampleur de l'endettement public international (une inflation à deux chiffres n'est pas exclue compte tenu de la rapidité de la création monétaire que les Etats-Unis vont probablement impulser, l'inflation étant notamment un moyen d'alléger pour les emprunteurs le fardeau de la dette, dont la valeur réelle de la rémunération sera amputée d'autant).

Nous ne reviendrons donc très probablement pas sur le régime des années 2003 à 2006 pour les marchés financiers.

Implications pour nos allocations d'actifs :

Nous devons donc établir dans cet environnement extrêmement incertain et volatil établir des allocations susceptibles de faire croître les capitaux investis dans deux environnements complètement distincts.

Nous allons pour ce faire devoir nous appuyer sur des allocations d'actifs (ventilation des capitaux) originales et flexibles, cette flexibilité provenant à la fois des OPCVM introduits en portefeuille et de nos actions d'arbitrage futures.

Les OPCVM sélectionnés peuvent être rattachés à 5 grandes catégories :

Catégorie « Protection à la baisse des marchés d'actions » :

Il s'agit ici d'intégrer des OPCVM qui seront très rémunérateurs en cas de confirmation de la tendance baissière des marchés d'actions. Pour ce faire nous utiliserons deux types d'OPCVM :

OPCVM indiciels inversés, qui seront la plus forte pondération de nos portefeuilles : Rothschild Elan France Indice Bear

OPCVM « volatilité » qui auront pour objectif de profiter de la persistance anticipée de la volatilité. Généralement, mais pas en toutes circonstances, ces OPCVM enregistrent une évolution inverse à celle des marchés d'actions. Gammes Centrale Gestion et Crédit Agricole.

Catégorie « Flexibilité » :

Il s'agit ici d'intégrer des OPCVM dont les gérants seront à même de faire varier très sensiblement et rapidement leur allocation d'actifs. Ils pourront intervenir sur tous types d'actifs : monétaire, obligataire d'Etat et Privé, actions, matières premières, volatilité.



Leur intégration répond au souci d'adaptation rapide des portefeuilles aux mouvements brutaux de valorisation des différentes classes d'actifs que nous anticipons.

Au sein de la catégorie « Flexibilité » nous pourrions distinguer les OPCVM opportunistes mais généralement prudents des OPCVM à mandat large (qui peuvent passer d'une grande prudence à une grande agressivité).

OPCVM Flexibilité prudents :

Dorval Convictions, Parworld Quam 15, Carmignac patrimoine (50 % maximum en actions)
Alienor Optimal, Eurose (très prudent)

OPCVM Flexibilité plus agressif :

Richelieu Europe Flexible, Carmignac Investissement Latitude, Sycomore L S Opportunities

Mention spéciale à JPM Highbridge Statistical Market Neutral à intégrer systématiquement quand il est éligible au contrat car c'est un fonds qui n'est pas tributaire de la tendance des Marchés.

Catégorie « Obligataire » :

Nous excluons à l'heure actuelle de nos choix au sein de cette catégorie les Obligations d'Etat dont nous redoutons de vivre les derniers instants de hausse. En effet les émissions tous azimuts ont ramené le potentiel de hausse à peu de choses, et les coupons à des niveaux qui seront très satisfaisants en cas de confirmation du scénario déflationniste, mais ridicules en cas de reprise de l'inflation.

Nous attendrons l'éloignement du scénario déflationniste pour investir sur les obligations indexées sur l'inflation, qui dans ce cas auront sans doute devant elles un beau parcours.

Nous nous intéressons par contre dès à présent à la classe des obligations d'entreprises, et de sa dérivée constituée par les obligations convertibles en actions.

En effet ces deux catégories ont considérablement souffert en 2008 et présentent donc à la fois des potentiels de valorisation significatifs si les niveaux de défaillance des entreprises n'explorent pas à la hausse (taux implicites élevés déjà intégrés dans les cours) et un niveau de portage bien plus intéressant que celui des obligations d'Etat (écartement très sensible des spreads en 2008).

Les obligations convertibles ne seront probablement pour l'essentiel pas converties en actions compte tenu de la chute des cours, mais présentent des niveaux de rendement plus élevés encore que la classe des corporates classiques, du fait de la déconfiture des Hedge Funds qui ont dû sortir en masse de ce marché en octobre 2008 (faisant ainsi baisser exagérément les cours).

Dans un scénario de marchés actions atone ou modérément baissiers, ces catégories obligataires devraient s'apprécier du simple fait du portage. Cette classe d'actifs est susceptible de repartir à la hausse dans la simple hypothèse d'une



stabilisation économique, alors qu'une hausse durable des marchés d'actions demandera probablement des signes d'amélioration.

Les coupons sont tout simplement trop élevés pour passer aujourd'hui à côté.

Catégorie OPCVM actions internationaux « Cœur de Portefeuille »

Nous incluons dans cette catégorie des OPCVM investis en actions à l'échelle internationale, afin d'accéder à toute opportunité sur quelque zone qu'elle se déclare (et en particulier sur la zone asiatique).

Compte tenu de la volatilité actuelle nous recourons à des OPCVM susceptibles de faire varier leur exposition nette actions de manière importante sans que pour autant l'on puisse parler ainsi de fonds « flexibles », la dominante actions demeurant prononcée.

Nous songeons ici à Carmignac Investissement et à Templeton Global Discovery.

Rouvier Valeur ?

Par ailleurs nous souhaitons intégrer à titre d'assurance une ligne investie en mines aurifères, dans l'hypothèse notamment d'un discrédit durable du dollar qui pourrait être causé par la politique d'endettement public à laquelle sont acculés les Etats-Unis.

Catégorie OPCVM actions internationaux « opportunités du moment »

Nous incluons dans cette catégorie des OPCVM investis dans des secteurs d'activités ou sur des thèmes que nous anticipons comme porteurs, essentiellement du fait des baisses très importantes de valorisations qui leur sont advenues en 2008.

Nous songeons au thème énergétique, décliné notamment dans sa composante environnementale.

Le prix du baril du pétrole a été divisé par quatre depuis l'été 2008, certes après une phase de hausse très spéculative mais sous-tendue néanmoins par la perspective de coûts d'extraction futurs en hausse, pour des raisons tout bonnement géologiques. Le très fort ralentissement économique en cours signifie certes une baisse importante de la consommation énergétique, mais d'une part l'offre se restreint également (politiques concertées des pays producteurs et arrêt des projets d'exploration qui étaient censés suppléer à l'épuisement progressif des gisements), et d'autre part nos économies demeureront pour longtemps fondées sur la consommation des énergies fossiles.

Décliner ce thème dans sa composante énergie verte est une voie à explorer notamment avec l'arrivée du nouveau Président des Etats-Unis d'Amérique qui a indiqué faire du soutien au développement durable l'un de ses chevaux de bataille. C'est de surcroît un choix contraint puisque la dépendance énergétique des Etats-Unis demeure.

Enfin nous intégrerons une ligne du fonds Selective Recovery dont l'objectif est précisément de tirer partie de la dislocation des marchés d'actions survenue en 2008.

