

## NOTRE ANALYSE DE LA CONJONCTURE

ÉTATS-UNIS :  
TAUX D'ÉPARGNE DES MÉNAGES



### ÉTATS-UNIS

> **Scénario** : La récession est partie pour être une des plus dures de l'après guerre. Elle a commencé en décembre 2007 mais ce n'est qu'à l'automne 2008 que l'activité s'est fortement contractée. Une amélioration devrait intervenir vers le milieu d'année.

#### > Évolution récente :

- La croissance du PIB au quatrième trimestre a été revue en forte baisse à -6,2 %, soit sa plus mauvaise variation depuis 1982 avec une révision en baisse de quasiment toutes les composantes et notamment du stockage qui s'est avéré être du déstockage.
- A fin décembre 2008, la baisse des prix de l'immobilier est maintenant de 27 % depuis les plus hauts suivant l'indice Case-Shiller.
- L'indice ISM manufacturier est quasiment stable à 35,8 et l'indice pour le secteur non-manufacturier est en légère baisse à 41,6. Les indices et leurs composantes principales se maintiennent au-dessus de leurs plus bas.
- Les destructions d'emplois se poursuivent sur le même rythme élevé de 650 000 par mois.

> **A surveiller** : La consommation des ménages a progressé de 0,4 % au mois de janvier. Des ajustements de début d'année sur les taxes payées et les prestations sociales ont permis de compenser la baisse des revenus salariaux pour soutenir le revenu disponible réel qui a bondi de 1,5 %. Ceci a ramené le taux d'épargne à 5 %, son plus haut niveau depuis 1995. Avec les dispositions du plan Obama, ces facteurs devraient continuer à compenser la baisse des revenus salariaux. Les ménages ayant reconstitué un taux d'épargne nettement positif, une poursuite de l'accalmie au niveau de la consommation est envisageable.

ZONE EURO :  
CROISSANCE TRIMESTRIELLE ANNUALISÉE DU PIB



### ZONE EURO

> **Scénario** : L'économie européenne est entrée au printemps 2008 dans une récession qui va être profonde. La première moitié de l'année 2009 devrait être très mauvaise avant une amélioration progressive durant la deuxième moitié.

#### > Évolution récente :

- Le PIB européen s'est contracté de 5,7 % au quatrième trimestre 2008. Le commerce extérieur a contribué à la plus grande part de la baisse mais la demande domestique est également faible.
- En Europe, les indices PMI ont repris le chemin de la baisse au mois de février après un rebond en janvier.
- Après sa forte baisse, le glissement annuel des prix à la consommation s'est stabilisé à +1,2 % en février. La BCE a ramené ses taux à 1,5 %.

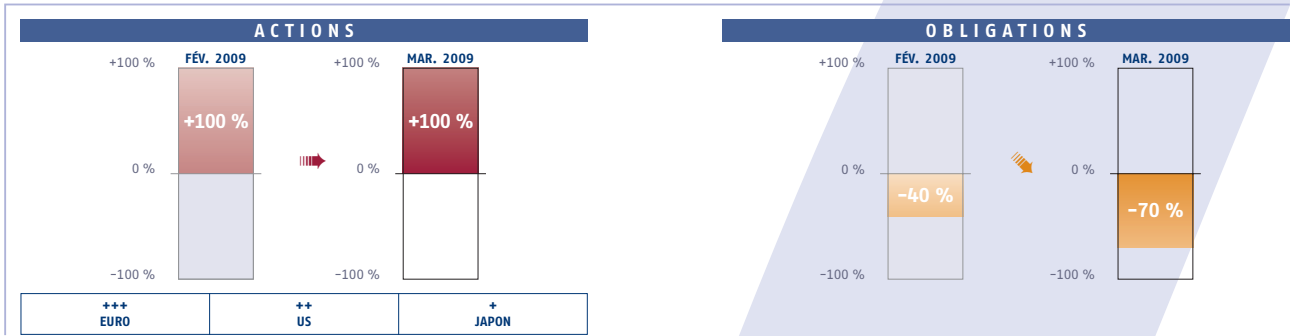
> **A surveiller** : Les chiffres de production industrielle sont en nette baisse depuis plusieurs mois, près de 8 % entre août et décembre. Si l'on en juge par les chiffres français pour le mois de janvier, le mouvement devrait se poursuivre. Les entreprises s'efforcent de réduire leurs stocks pour réduire leur besoin de financement. Vu que les entreprises européennes ont stocké, sans doute contre leur gré, au quatrième trimestre, il est probable que le mouvement va se poursuivre, rendant probable une nouvelle forte contraction du PIB au premier trimestre 2009.

ROYAUME-UNI :  
VENTES DE DÉTAIL EN VOLUME, VARIATION MENSUELLE



### ROYAUME-UNI

Le PIB britannique se contracte depuis maintenant six mois avec une nette accélération au quatrième trimestre 2008, à -5,9 % annualisés. Le taux de chômage a depuis fortement progressé et se situait à 6,2 % en décembre, niveau qu'il n'avait pas connu depuis dix ans. Les indices PMI restent sur des niveaux très bas mais sont depuis deux mois en hausse par rapport aux plus bas atteints à la fin de l'année 2008. Les ventes de détail ont nettement progressé aux mois de décembre et janvier, signe que la baisse de la TVA, mise en place au 1<sup>er</sup> décembre 2008, semble avoir un impact.



Nous restons surexposés aux actions car les niveaux atteints en termes de valorisation intègrent déjà une récession marquée. Nous augmentons notre sous-exposition aux obligations car les plans de relance et le volume de leur financement entraîneront sans doute une remontée des taux.

Niveau à la rédaction (10/03/09) CAC 40 à 2540, taux OAT 10 ans 3,59 % - Sens par rapport à la dernière révision.

ENTRE NOUS

LA GESTION ALTERNATIVE



2008 est l'année des extrêmes avec une corrélation forte de toutes les classes d'actifs. Élément exceptionnel : la gestion alternative n'a pas échappé à ce mouvement, même si certains fonds ont mieux résisté. *Alain Albizzati*, responsable de la gestion alternative et des produits structurés, nous fait part de son analyse.

Quelles sont les performances de vos fonds alternatifs en 2008 ?

*Objectif Alternatif Diversifié* affiche une performance de -9 % en 2008.

Si notre modèle de gestion a fait ses preuves en préservant le capital dans les mois de baisse sur 2008, il nous a également permis de générer de la performance (+0,75 %) à fin février 2009 dans des marchés pourtant orientés à la baisse (-17,05 % pour le DJ Eurostoxx). Cela a été possible car nous avons sélectionné des gérants qui ont su adapter leur allocation d'actif aux conditions de marchés difficiles.

*Objectif Alternatif Dynamique* a été lancé en juin 2008, pour constituer une alternative à un investissement direct en actions. L'objectif du fonds est de générer des performances dans les phases de hausse des marchés actions tout en limitant les pertes dans les périodes de baisse. Avec une performance de -7,9 % depuis sa création (au 06/02/2009), il a bien amorti les baisses des marchés.

Comment expliquez-vous ces performances ?

Au début de l'année 2008, nous avons fortement augmenté la liquidité dans le fonds *Objectif Alternatif Diversifié*, jusqu'à 20 %, lequel affichait une exposition marquée aux stratégies moins sensibles

aux marchés actions ou orientées baissières par rapport à ces derniers. Nos anticipations de marchés s'étant révélées exactes, notre portefeuille a réalisé une bonne performance relative sur l'année et absolue sur le 1<sup>er</sup> semestre.

Nous n'avons pas eu de fonds victimes de fraudes. Notre allocation d'actifs, notre sélection de fonds peu leveragés et notre absence de fonds crédit directionnels ont contribué positivement à la performance du fonds, et enfin nos fonds Long/Short ont géré activement leurs expositions.

Le deuxième semestre a été plus difficile ?

En effet, la performance du fonds a été pénalisée par la faillite de Lehman Brothers en tant que Prime Broker, par l'ampleur de la crise financière et boursière insuffisamment anticipée par les gérants et par la corrélation extrême de l'ensemble des classes d'actifs. Mais, dans un contexte de crise de liquidité, nous avons toujours été très vigilants à la gestion actif passif de nos fonds alternatifs et nous n'avons pas modifié les modalités de rachat de nos fonds.

Comment la gestion alternative a-t-elle traversé la crise financière ?

En 2008, la crise a permis de discriminer les bons des mauvais gérants, notamment ceux qui avaient correctement géré les problèmes de liquidité. Malgré l'écroulement, nous maintenons une vigilance maximale.

L'exemple Madoff est parlant ; nous n'avons pas retenu ce placement qui ne répondait pas à nos impératifs de transparence et dont les performances nous semblaient incohérentes au regard de la volatilité annoncée. Nous maintenons notre ligne de conduite en sélectionnant gérant par gérant, plutôt que par stratégie, ceux qui auront la capacité à générer de la performance en 2009.

Il est question de crise systémique sur les Hedge Funds. Qu'en pensez-vous ?

Le marché des Hedge Funds est assaini. Si le marché s'est contracté de moitié, les fonds ayant survécu ont réduit leur niveau de risque et ont su assurer leur liquidité. Les gérants que nous avons sélectionnés ont bien passé la crise. Ils bénéficient d'un environnement moins concurrentiel et des nombreuses opportunités nées des faibles valorisations sur cette classe d'actifs. Nous sommes donc confiants sur la performance des Hedge Funds en 2009.

La gestion alternative devrait retrouver en 2009 ses performances historiques ?

2009 devrait être une très bonne année pour la gestion alternative, supérieure à ses performances historiques. En effet, la concurrence a beaucoup diminué en raison de la crise financière ; les fonds les moins bien gérés ont fermé, les tables de trading des banques ont considérablement diminué leurs activités. De plus, la volatilité des marchés est toujours très élevée créant de nombreuses inefficiences et donc la possibilité pour les gérants de générer de l'alpha. Enfin, les fonds alternatifs sont aujourd'hui peu exposés aux mouvements de marchés et ont la possibilité de se réinvestir rapidement en cas d'amélioration des perspectives économiques.