



Rapport de Gestion au 30 septembre 2008

Rétrospective générale

Les apparences sont trompeuses. Alors que beaucoup pensaient voir les Etats-Unis entrer en récession à cause de la déprime de leur immobilier et de la morosité de leurs consommateurs au pouvoir d'achat amputé par les prix élevés de l'essence, le PIB du deuxième trimestre a progressé de 2.8%, tiré principalement par les exportations. L'Europe en revanche, qui avait entamé 2008 sur les chapeaux de roues, a vu son deuxième trimestre se contracter, victime du ralentissement allemand, de la force de l'Euro et son corolaire, des exportations en nette baisse. Elément nouveau dans ce paysage global, les marchés émergents, que la théorie du découplage donnait comme immunisés au ralentissement des pays développés, ont commencé à connaître quelques faiblesses, victimes de la flambée des prix et de politiques monétaires plus restrictives. L'inflation qui a également contribué à donner des sueurs froides aux investisseurs durant la première moitié de l'année a fini par montrer des signes d'apaisement au cours de ce troisième trimestre, aidé notamment par la correction des matières premières commencée début juillet. Mais s'il est un événement que l'histoire retiendra de ce 3ème trimestre 2008, c'est bien la déroute du système financier et son sauvetage, toujours en cours d'ailleurs, par les autorités américaines. C'est peu dire que la structure bancaire va s'en trouver complètement remodelée. Fannie Mae et Freddie Mac nationalisés, AIG sauvé de la faillite et Wachovia marié de force à Citigroup. Mais c'est la banque d'investissement qui, le plus, a fait les frais de cette crise, au point de voir son modèle disparaître purement et simplement. Après la disparition de Bear Stearns en mars, Lehman Brothers a fait faillite en même temps que Merrill Lynch se jetait dans les bras de Bank of America. Il n'en fallait pas plus pour que les deux survivantes soient transformées en banques commerciales.

Marchés monétaires et obligations

Sans surprise, dans un environnement caractérisé par une aversion au risque très élevée et avec en arrière-fonds la menace d'une crise systémique, les obligations gouvernementales ont bénéficié de flux de fonds favorables. Les obligations de la Confédération (7-10 ans) ont progressé de 6.5%. Le dollar US, contre toute attente, a spectaculairement rebondi contre les principales devises (près de 10% contre le franc suisse), les matières premières (-27% pour l'indice DJ AIG Commodity), et tout particulièrement le pétrole, qui ont fait les frais du retournement du dollar et de la croissance en berne. Dans cet environnement, l'or a quelque peu tiré son épingle du jeu en ne cédant que 5.9%.

Marchés actions

Les marchés actions ont vécu un très mauvais trimestre. L'indice MSCI Monde en est à son quatrième

trimestre consécutif de baisse (-15.7% en USD et -7.3% en CHF), le plus mauvais depuis 2002. Le caractère défensif des marchés développés, et parmi eux plus particulièrement les USA (-8.9%) et la Suisse (-4.4%) a permis à ces derniers de limiter les pertes. Le S&P 500 a de plus été aidé par le fort rebond du dollar, ce qui lui a permis de terminer le trimestre quasiment inchangé. Les marchés émergents, en revanche, ont connu une fortune inverse, l'aversion au risque des investisseurs a poussé ces derniers à vendre tant les actions que les devises de ces pays.

Evolution de la part

Au cours des 9 premiers mois, la valeur du segment traditionnel est passée de CHF 251.24 à CHF 227.51 soit une performance de -9.45% en CHF, de -4.83% en EUR, de 2.11% en GBP et de -8.57% en USD. La valeur du segment conservateur est passée de CHF 212.90 à CHF 210.62 soit une performance de -1.07% en CHF, de 3.97% en EUR, de 11.55% en GBP et de -0.12% en USD.

Stratégie d'investissement

La crise de crédit ainsi que les faillites et sauvetages d'institutions financières vont encore peser sur la croissance américaine. Les prix de l'immobilier ne semblent pas encore avoir atteint leur plus bas. Les interventions de gouvernements et banquiers centraux devraient alléger les pressions sur le marché des crédits mais pas immédiatement. Ces éléments ne nous incitent pas à modifier notre scénario central de poursuite du ralentissement économique mondial. La bonne nouvelle, c'est l'inflation qui devrait atteindre un sommet en ce milieu de deuxième semestre 2008. Même si certains paramètres deviennent plus favorables, comme les valorisations des actions et la baisse des matières premières, l'environnement devrait rester difficile pour les marchés actions. Les pays et secteurs traditionnellement défensifs devraient se comporter relativement mieux. Les obligations gouvernementales vont probablement poursuivre leur surperformance, particulièrement en Europe : le tassement de l'inflation et le ralentissement européen pourraient amener les investisseurs à encore anticiper des baisses de taux. Enfin, si la crise tarde à se résoudre, une intervention massive des banques centrales par le biais de baisses de taux est une hypothèse plausible et favorable à cette classe d'actifs. Les matières premières pourraient se stabiliser, entre des fondamentaux de long terme porteurs (croissance démographique, développement, réduction de l'offre) et de court terme plus défavorables (ralentissement économique). Le dollar devrait rester volatil, entre les craintes liées au coût du sauvetage du système financier pour les USA et une potentielle réduction du différentiel de taux avec l'Europe.