



Rapport de Gestion au 30 septembre 2011

Rétrospective générale

A l'exception des quelques semaines qui ont fait suite aux événements dramatiques du Japon en mars dernier, le premier semestre a été globalement caractérisé par un environnement de faible volatilité et de légère progression des indices actions. Au cours de l'été 2011, le spectre de la crise de 2008 et de ses probables répliques a frappé de façon particulièrement violente les marchés qui ont corrigé de manière spectaculaire, dans un environnement de très forte volatilité.

La situation macro-économique mondiale et l'impasse dans laquelle se trouve l'Europe face à la crise grecque expliquent largement ce retournement brutal de situation.

Sur le plan macro-économique, la détérioration des enquêtes d'activité industrielle s'est accélérée au cours de l'été, ces dernières indiquant une entrée imminente en zone de récession qui risque de se prolonger. Certes, le niveau de ces enquêtes n'indique pas à ce stade une contraction de l'activité industrielle aussi dramatique que celle observée en 2008, mais leur dynamique est très inquiétante et fait grandir le spectre d'une récession aux Etats-Unis. Autre fait notable, la rapidité avec laquelle l'ajustement des anticipations a affecté le marché du travail américain dont l'amélioration est l'une des clés de la résistance de la demande des ménages. De son côté, l'Europe a embrayé sur la dynamique conjoncturelle américaine de façon particulièrement synchrone.

Il est désormais de plus en plus probable que le choc financier amorcé début août sur des craintes de retour en récession persiste et s'autoalimente en pesant sur la demande des ménages et en reportant les décisions d'investissement des entreprises.

L'Europe et ses problèmes de gouvernance ont constitué la deuxième source de volatilité au cours des dernières semaines. Les à-coups des indices actions ont ainsi répondu aux signaux contradictoires envoyés pendant cette période par les nombreux acteurs impliqués dans cette crise. L'Europe et le FMI tentent de régler une crise souveraine de façon traditionnelle mais avec des différences importantes par rapport aux crises "traditionnelles": les créanciers effectifs sont eux-mêmes fragilisés et pas forcément en accord, les pays les mieux à même d'intervenir ne sont pas présents autour de la table et le débiteur n'a pas l'option d'accompagner son ajustement d'une dévaluation franche qui lui permettrait de lisser son impact dans le temps. Alors que la situation la plus évidente paraît l'organisation d'un défaut et d'un rééchelonnement du solde de la dette grecque, les dirigeants de l'Union européenne s'entêtent à préserver l'illusion d'un possible retournement de la solvabilité grecque. Même une mise en œuvre rapide des décisions du Conseil européen du 21 juillet, déjà repoussée à octobre, n'aura que des effets dilutifs très temporaires tant les mesures supplémentaires

d'ajustement qui l'accompagnent précipiteront encore la contraction de l'activité en Grèce et rendront absolument hors de portée la réalisation des objectifs budgétaires.

Compte tenu de la gravité de la situation, seules des initiatives fortes et coordonnées dans le domaine des politiques économiques pourraient être de nature à calmer les marchés.

Marchés actions et matières premières

Dans ce contexte, au cours du 3^{ème} trimestre 2011, les indices actions s'inscrivent en net repli: -10% pour l'indice MSCI World Net (EUR) représentatif des actions internationales et -16% pour l'indice des valeurs européennes.

Les matières premières ont également chuté lourdement, de plus de 10% (EUR).

Marchés monétaires et obligations

Ce contexte de crise a dissipé les craintes d'inflation et a été favorable aux obligations d'états dont les taux de rendement n'ont cessé de baisser, pour atteindre des plus bas historiques. L'indice Citigroup Euro Govt Bonds représentatif des emprunts d'états de la zone Euro a progressé de 3.9% sur le trimestre.

Sur le marché des changes, l'euro s'est déprécié de 8 et 12% respectivement face au yen et au dollar et, suite à l'intervention de la Banque Nationale Suisse en septembre 2011, est resté stable face au franc suisse.

Evolution de la part

Depuis le début de l'année, la valeur du segment A (« croissance ») est passée de EUR 163.04 à EUR 160.13, soit une performance en EUR de -1.78% sur 9 mois (ou -4.27% en CHF, -1.27% en GBP et -1.77% en USD).

La valeur du segment B (« conservateur ») est passée de EUR 145.16 à EUR 147.03, soit une performance en EUR de +1.29% sur 9 mois (ou -1.28% en CHF, +1.82% en GBP et +1.30% en USD).

Depuis son lancement en mai, la valeur du segment C est passée de CHF 100.00 à CHF 100.94, soit une performance en CHF de +0.94% sur 4 mois (ou 1.56% en EUR, +0.14% en GBP et -5.22% en USD).

Stratégie d'investissement

Ce panorama n'est selon nous pas très encourageant et nous conduit à maintenir un positionnement très prudent dans nos portefeuilles diversifiés.

Nous pensons qu'en dépit des niveaux de valorisation devenus attractifs, seule une innovation majeure en matière de politique monétaire serait de nature à soutenir durablement les marchés d'actions. Nous en sommes loin et il est à craindre que les marchés doivent tester des plus bas pour inciter les politiques à mettre en œuvre de tels moyens.