

“ LETTRE DE DECEMBRE 2006

Achévé de rédiger le 28 novembre 2006

BILAN DES MARCHES

PERSPECTIVES

Facteurs de soutien pour les actions

Facteurs de risque pour les actions

Facteurs de soutien pour la gestion alternative

Configuration Euro/US Dollar

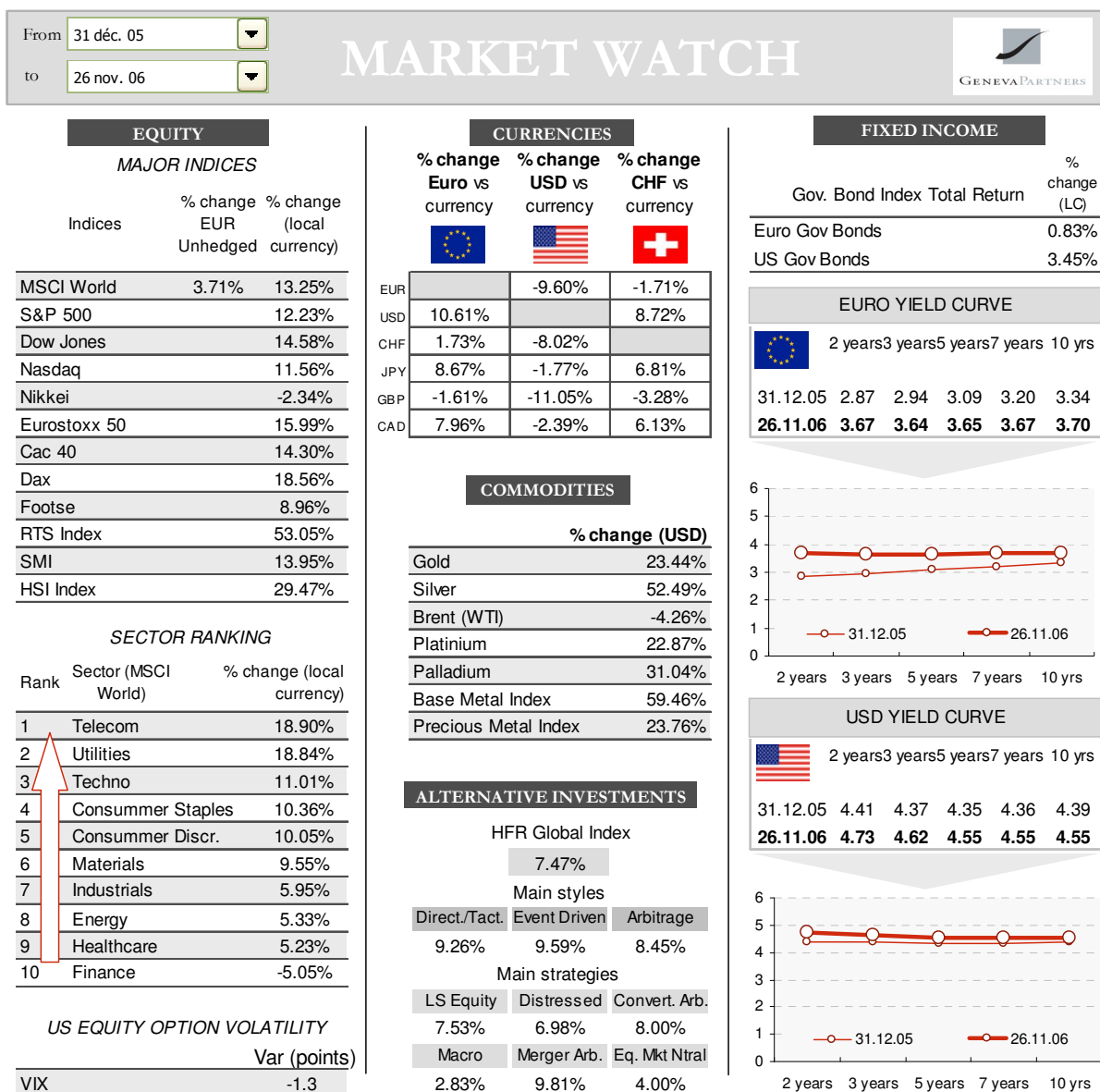


GENEVA PARTNERS

■ BILAN DES MARCHES

Le second semestre 2006 se caractérise à ce stade par une forte dispersion entre les différentes classes d'actifs. Les actions se distinguent (Msci World en euros +8.43% du 30/06/06 au 23/11/06), les obligations souveraines progressent de l'ordre de 4% en devises locales et la gestion alternative s'apprécie de près de 4% en dollars (ou 3% en euros). En revanche l'énergie subit une correction (supérieure à 20% pour le Brent). Les marchés de change s'avèrent quant à eux particulièrement peu volatils depuis fin juin.

Le bilan annuel à fin novembre est donc contrasté pour un investisseur européen. Les actions mondiales ne progressent que de 4% en euros en raison de la baisse de près de 10% du billet vert contre euros et de 8% du Yen, les obligations affichent un rendement nul en raison de la hausse des taux, et la gestion alternative exprimée en euros est en hausse d'environ 5%. Une allocation équilibrée de ces 3 classes d'actifs ne propose qu'un rendement de 3% depuis le début de l'année selon les indices de référence.



La réalisation de performances attractives n'a pu dans ce contexte se faire que dans le cadre d'une gestion particulièrement sélective dans le choix des stratégies et produits alternatifs, et particulièrement active vis-à-vis de son exposition aux actions et aux devises étrangères.

▣ CONTEXTE

L'environnement actuel paraît favorable aux actions et à la gestion alternative. Une couverture du risque dollar est préférable.

Risque : l'orientation de la croissance américaine et de la politique monétaire de la Fed sont à surveiller durant les prochains mois. Un ralentissement trop marqué de la croissance pourrait menacer la marche en avant des marchés.

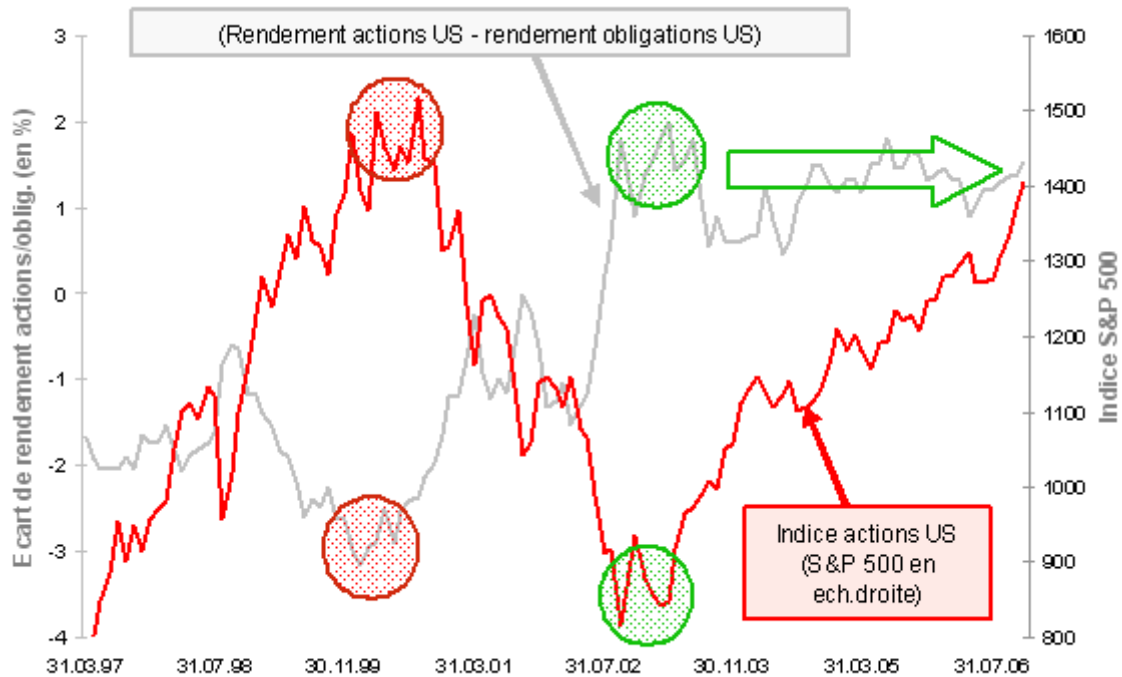
FACTEURS DE SOUTIEN POUR LES ACTIONS :

1) La croissance mondiale, certes ralentit, mais se maintient à des niveaux historiquement élevés (de l'ordre de 4% en 2007 au niveau mondial),

Voir l'étude sur la relation entre croissance économique et résultats des entreprises aux USA en annexe

2) Les craintes inflationnistes se dissipent peu à peu, et la baisse spectaculaire du pétrole semble compenser pour les consommateurs les effets de la baisse de l'immobilier,

3) L'espérance de rendement des actions est particulièrement attractive en comparaison des rendements offerts par la classe obligataire (voir graphe ci-dessous),



4) La valorisation des marchés actions apparait convenable. Depuis leur plus bas de 2002, les indices n'ont pas progressé à un rythme plus élevé que les bénéfices des entreprises (constat illustré par la flèche verte dans le graphe ci-dessus). La prime de risque actions reste ainsi relativement élevée, surtout dans un environnement de haut de cycle, et propose un matelas de sécurité intéressant pour les investissements en actions,

5) Le volume des opérations de fusions et d'acquisitions est à un niveau record et apparait comme un bon facteur de soutien pour les valorisations,

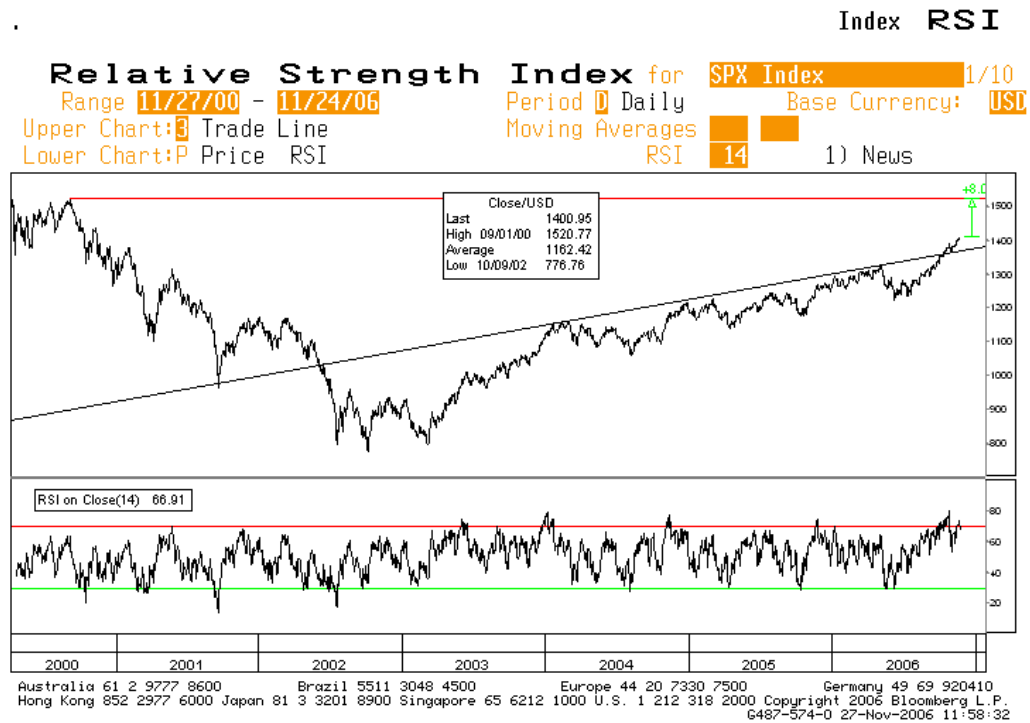
Selon une étude menée par Dealogic, le volume des fusions et acquisitions atteignait déjà fin novembre 3.46 trillion de dollars US pour l'année 2006. Le précédent record de 3.33 trillion de dollars en 2000 est déjà dépassé. A titre de comparaison, le PIB de l'Allemagne, première économie européenne, était de 2.48 trillion de dollars en 2005. Les Etats-Unis représentent 36% du volume cette année (USD 1.22 trillion) contre 46% en 2000.

Le nombre d'opérations est de 28 312 en 2006 contre 31 019 en 2000. Le volume des transactions est donc en augmentation. 8 des 10 plus importantes opérations de fusions jamais réalisées ont en effet eu lieu en 2006.

6) La liquidité est abondante et s'avère un facteur de soutien pour les actions. Plusieurs raisons à cela (1) les banques centrales maintiennent les taux à des niveaux bas (2) les bénéfices de la hausse des matières premières et plus généralement de la croissance mondiale alimentent les flux acheteurs (3) les gestions encore marquées par l'écroulement des marchés en 2000-2002 conservent des liquidités (4) le développement de la gestion alternative et l'utilisation de leviers,

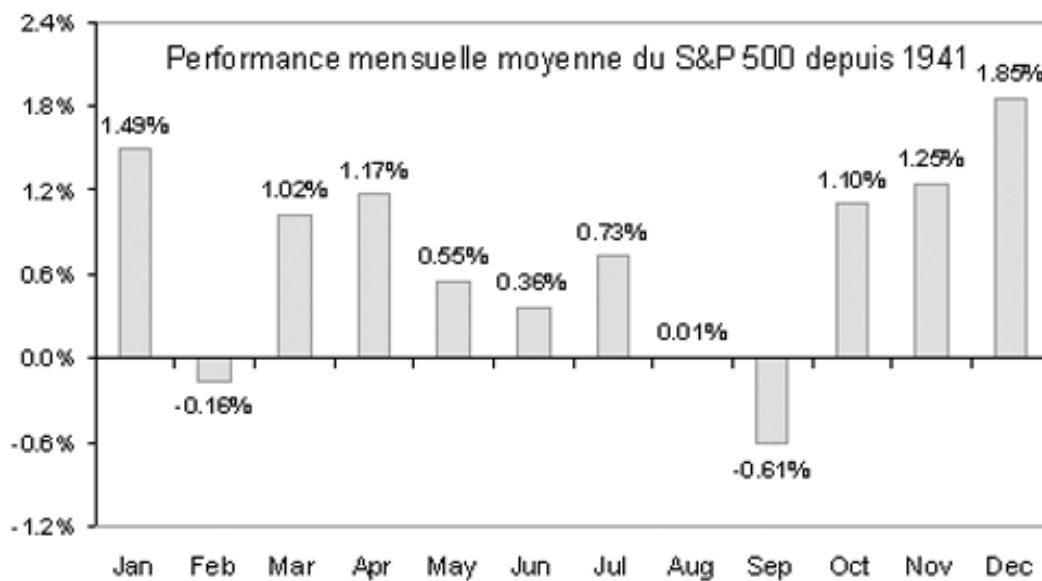
7) La configuration technique des marchés actions est bien orientée,

Ci-dessous, l'indice S&P 500 vise à moyen terme le retour vers ses plus hauts historiques de 2000 (objectif +7%)



Source Bloomberg

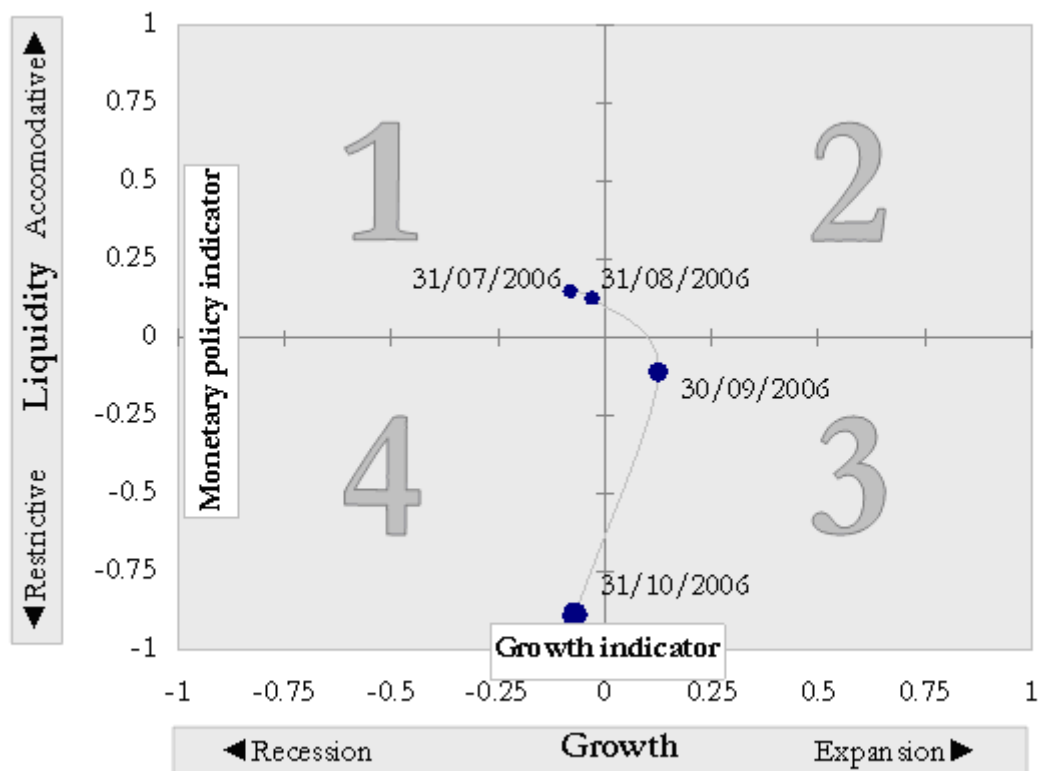
8) La saisonnalité est favorable.



FACTEUR DE RISQUE POUR LES MARCHES ACTIONS : POSITIONNEMENT ACTUEL DU CYCLE ECONOMIQUE US

Un certain fléchissement de la croissance est visible sur notre modèle (voir Matrice de Momentum de Cycle ci-dessous), mais reste contenu. Par ailleurs, le niveau très défavorable de l'indicateur des conditions de liquidité s'explique avant tout par la détente de l'inflation. Ce facteur pourtant favorable, a pour effet d'augmenter le niveau actuel des taux réels, ce qui dégrade l'indicateur des conditions de liquidité. Si l'hypothèse d'un nouveau cycle de baisse des taux mené par la Fed l'année prochaine s'avère exacte, la dégradation actuelle des conditions monétaires telles que mesurées par notre indicateur ne serait que passagère, et la croissance serait soutenue par une telle démarche.

Matrice de Momentum de Cycle (octobre 2006)



Matrice de Momentum de Cycle

La Matrice de Momentum de Cycle détermine le positionnement de l'économie américaine dans le cycle économique. Pour ce faire, elle prend en compte deux indicateurs qui mesurent :

- le niveau de croissance de l'économie,
- le caractère plus ou moins accommodant de l'environnement monétaire en fonction de la politique menée par la banque centrale.

C'est après avoir quantifié ces deux indicateurs que le positionnement de l'économie peut être défini.

En effet les banques centrales agissent principalement en fonction de la croissance et de l'inflation. Pour éviter toute surchauffe de l'économie quand cette dernière est en forte croissance, elles mènent une politique monétaire restrictive par un relèvement des taux directeurs. A contrario, quand la croissance ralentit, afin d'éviter la récession, les banques centrales baissent les taux (politique monétaire accommodante) afin de soutenir l'investissement et la consommation pour relancer l'économie.

Quatre phases, qui chronologiquement se succèdent, peuvent être distinguées :

- 1- La mise en place d'une politique monétaire accommodante pour contrer le ralentissement de l'économie ("cadran 1" dans la matrice),
- 2- Le rétablissement de la croissance grâce aux conditions de liquidités favorables ("cadran 2"),
- 3- La mise en place d'une politique monétaire restrictive pour contrer toute menace de surchauffe de l'économie ("cadran 3"),
- 4- Le ralentissement de la croissance en raison de conditions de liquidité défavorables ("cadran 4").

Des statistiques menées depuis 1993 indiquent en toute logique que le cadran 2 (croissance en hausse, environnement monétaire accommodant) est le plus favorable à la classe d'actif actions, et, en son sein, aux secteurs les plus cycliques (voir ci-dessous). En revanche le constat est inverse en ce qui concerne le cadran 4, hautement défavorable aux actifs à risque.

STOCK MARKET STATISTICS

Next 6 months average performance*	Equity Market	Growth vs Value	Large caps vs Small caps	Finance	Energy	IT	Consumer Staples	Cons. Dis cr.
CADRAN								
1	1.8%	-3.9%	-10.1%	5.2%	4.3%	1.8%	3.4%	5.3%
2	6.7%	0.8%	-6.5%	5.1%	11.9%	13.0%	2.6%	5.7%
3	0.1%	0.9%	-5.3%	0.8%	5.3%	1.2%	-3.5%	-2.6%
4	-7.3%	4.4%	6.9%	-6.5%	-1.7%	-9.3%	-1.0%	-9.9%

ALTERNATIVE STRATEGIES STATISTICS

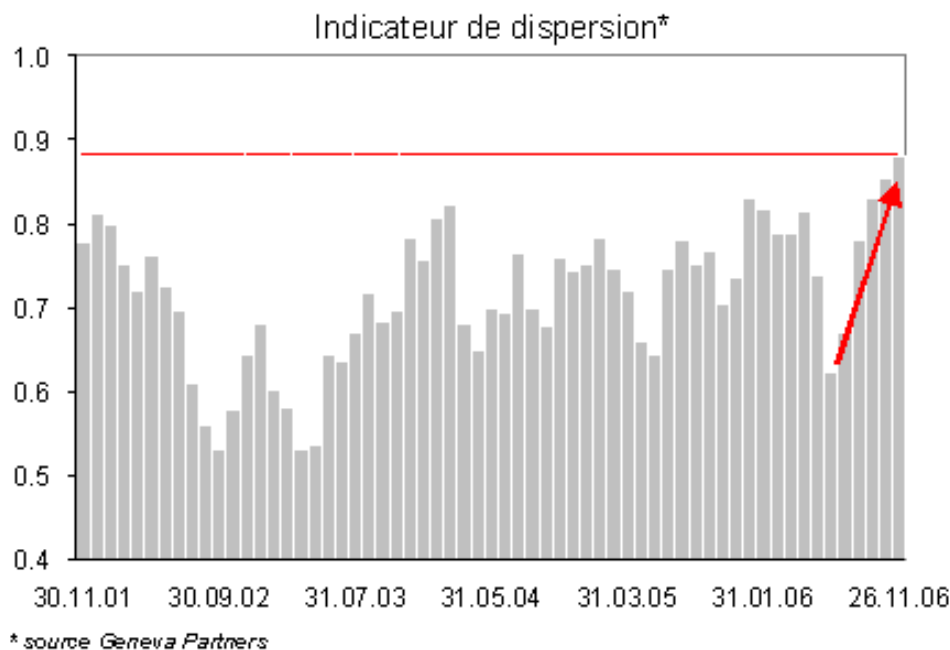
Next 6 months average performance*	Convertible Arbitrage	Distressed	Emerging Market Hedge	Equity Market Neutral	Event Driven	Fixed Income Arbitrage	Global Macro	Long Short Equity	Managed Futures
CADRAN									
1	4.6%	8.0%	5.4%	5.0%	6.0%	3.4%	6.0%	4.4%	3.2%
2	5.1%	8.0%	9.3%	5.0%	7.6%	2.6%	4.1%	9.1%	4.3%
3	4.4%	2.8%	4.2%	4.8%	3.2%	2.0%	5.2%	5.9%	3.1%
4	-2.1%	-3.9%	-7.3%	4.0%	-4.2%	0.3%	2.5%	0.1%	12.3%

* Statistiques depuis janvier 1995

Source : CSFB Tremont Hedge Fund Indices / Bloomberg / Geneva Partners

FACTEURS DE SOUTIEN POUR LA GESTION ALTERNATIVE :

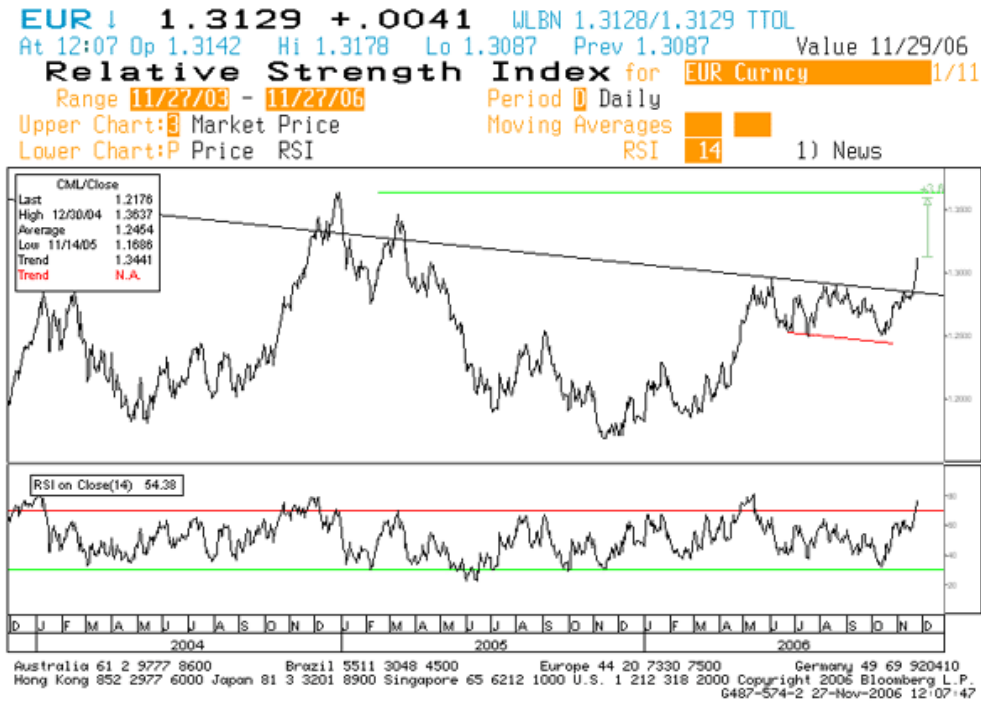
- 1) Des marchés actions bien orientés sont structurellement favorables aux stratégies "Long/Short Equity" et "Event Driven", et conjoncturellement favorables aux stratégies "Macro" et "Managed Futures",
- 2) Les tendances de long terme (baisse du dollar, hausse des marchés actions, potentiel du secteur énergie/commodités, marchés émergents) semblent toujours valides, ce qui pourrait favoriser les gestions "Macro" et "Managed Futures",
- 3) La volatilité attendue sur les marchés de change est une source de profit potentiel pour les gestions "Macro",
- 4) La classe d'actifs obligations convertibles demeure attractive ce qui devrait soutenir les performances des gestions « Convertible Arbitrage »,
- 5) La dispersion des performances entre les titres du marché actions que l'on constate depuis cet été (cf graphe ci-dessous) est une opportunité pour les gestions "Equity Market Neutral",



- 6) Le thème des fusions/acquisitions et des restructurations d'entreprises devrait continuer à favoriser les gestions "Event Driven".

CONFIGURATION EURO/USD

L'objectif chartiste, maintenant que la configuration « en flag » des six derniers mois est validée nous invite à envisager le retour du dollar vers ses plus bas niveau de 2004 (zone 1.35-1.37 contre euro).

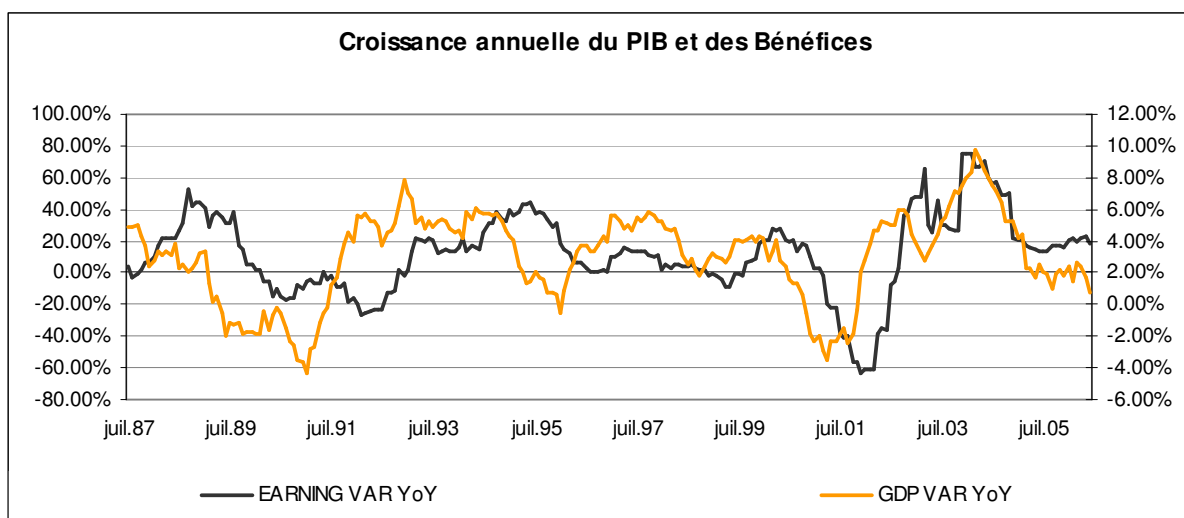


Source Bloomberg

Annexe

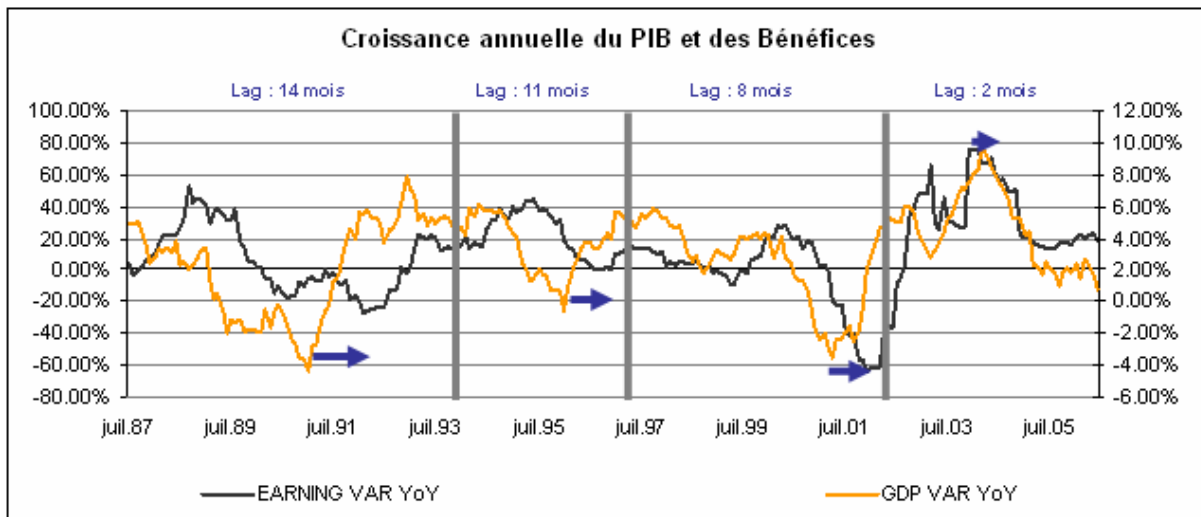
Etats-Unis : relation entre croissance du PIB et bénéfices des sociétés

Les craintes, récemment ravivées par un mauvais chiffre de croissance aux Etats-Unis (+1.6% au Q3 2006), d'un ralentissement de la croissance américaine nous ont fait nous interroger sur la relation existante entre le PIB et les bénéfices des sociétés cotées. Une simple comparaison sur 20 ans de la croissance du PIB américain et des profits des entreprises, montre une corrélation évidente dès le premier regard.



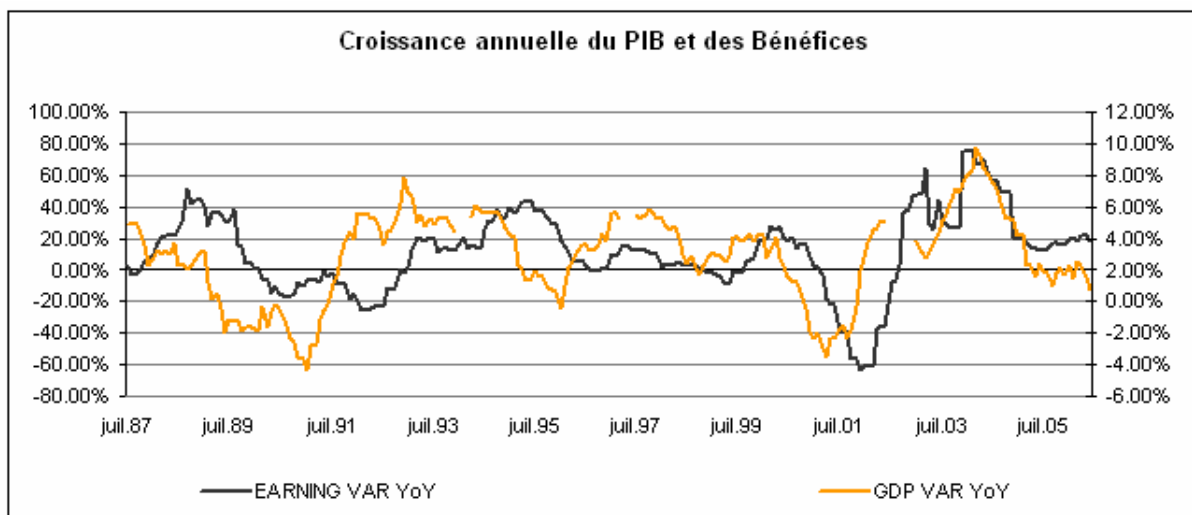
DIFFUSION DE LA CROISSANCE MACRO ECONOMIQUE A LA CROISSANCE MICRO ECONOMIQUE

On observe un décalage temporel, avec un retard de la croissance des bénéfices sur la croissance du PIB. En réalité, il nous est apparu que ce décalage tendait à se réduire depuis quelques années. Nous avons ainsi découpé ces vingt années en quatre périodes ayant un lag (décalage temporel) relativement homogène.

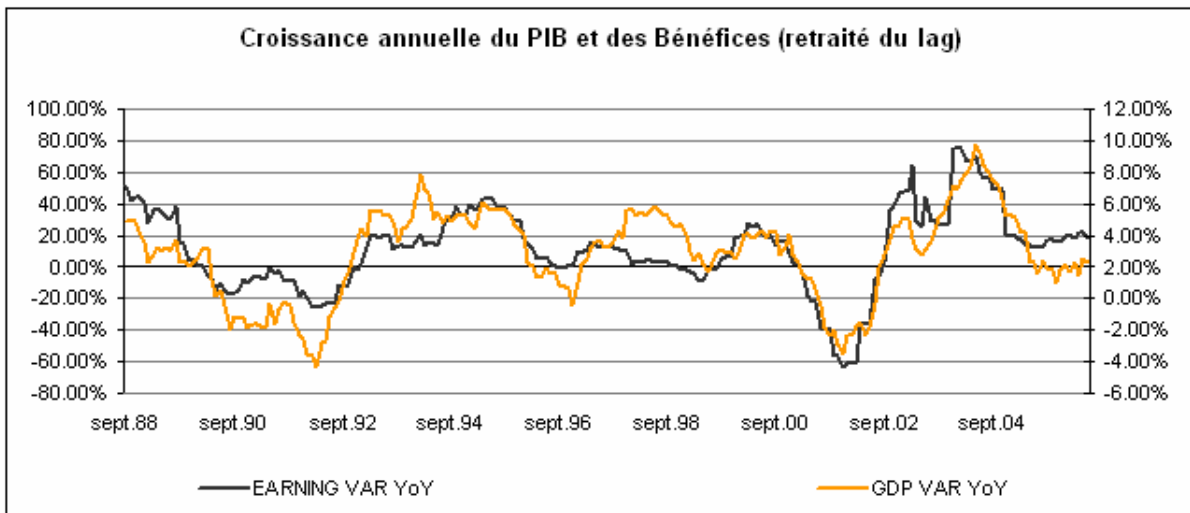


SENSIBILITE DES BENEFICES DES ENTREPRISES A LA CROISSANCE ECONOMIQUE

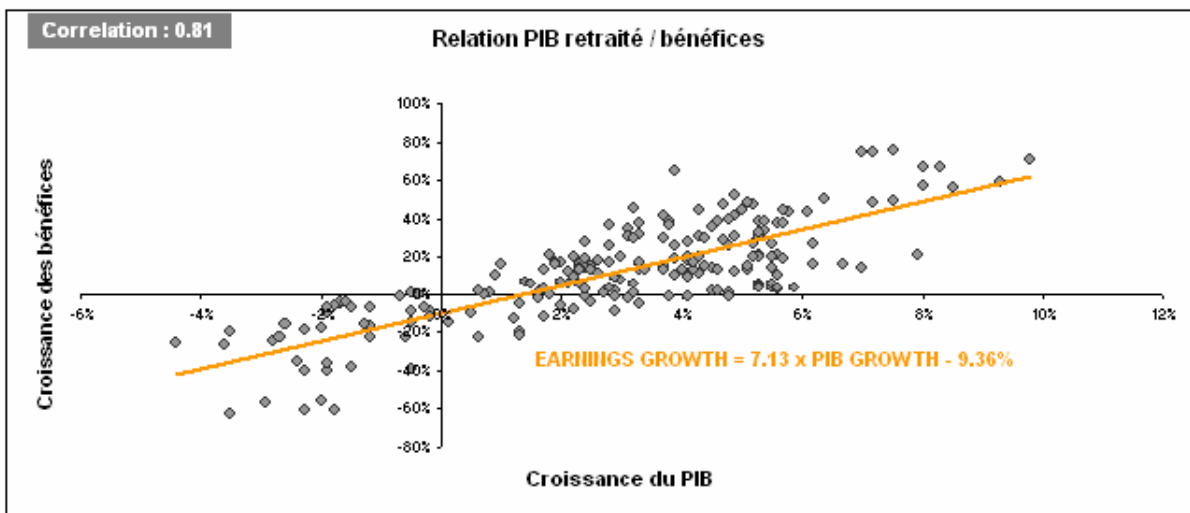
Pour réduire l'effet de ce lag et déterminer la véritable sensibilité de la croissance micro économique vis à vis de la croissance macro économique, nous avons décalé les points respectivement de 14, 11, 8 et 2 mois pour les quatre périodes ci-dessus (avec une perte d'information correspondant aux trous visible sur la courbe du PIB ci-dessous).



Nous obtenons ainsi un graphique retraité laissant supposer une très forte corrélation entre la croissance du PIB et la croissance des bénéfices.



L'étude des taux de croissance retraités montre une corrélation de plus de 80% sur la période et une relation linéaire entre la croissance du PIB américain et la croissance des bénéfices des sociétés de l'indice SP500 égale à $\text{Croissance des bénéfices} = 7.1 * \text{croissance du PIB} - 9.4\%$



CONCLUSION

Alors que la croissance US n'a été que 1.6% au 3eme trimestre 2006, le dernier consensus des économistes publié par la Fed de Philadelphie prévoit des taux de croissance de 2.5% au 4eme trimestre 2006 et de 2.7% au 1^{er} trimestre 2007.

Ainsi, dans l'hypothèse où la croissance US serait de 2.5% en 2007, la croissance des bénéfices des entreprises américaine serait de l'ordre de 9% (avec une probabilité de 80%), ce qui peut apparaître comme un objectif raisonnable (et conservateur) d'appréciation du marché actions US à échéance 1 an.