

STRATÉGIE & MARCHÉS

Passage délicat



On aborde un moment délicat : les performances récentes donnent envie d'investir et la situation se normalise sur plusieurs points. Mais est-il raisonnable de se positionner après un rebond de plus de 30 % des actions alors que l'économie traverse sa pire récession de l'après-guerre ?

Le sentiment des investisseurs s'est nettement amélioré sous l'effet conjugué de plusieurs paramètres : sauvetage du système financier US (les stress tests des banques se sont finalement bien passés) et publication d'indicateurs avancés de l'économie meilleurs que prévu. L'indice de confiance des consommateurs américains sorti à 54 contre 42 attendu, soit la plus forte progression mensuelle des 6 dernières années. Sur 2 mois, cet indice a enregistré sa plus forte hausse depuis sa création en 1967... Étonnant au vu de l'envolée du chômage.

Tout ceci a engendré un rétablissement spectaculaire des marchés : les investisseurs « shorts » se sont massivement rachetés, ce qui explique la violence du mouvement ; mais les investisseurs finaux ne sont pas encore revenus sur les marchés : il subsiste donc encore un potentiel d'acheteurs.

Parmi les points remarquables des dernières semaines figure la performance des pays émergents : l'indice BRIC progresse cette année de près de 45 %. Le fameux découplage semble se matérialiser à nouveau alors que l'année dernière, l'indice BRIC avait perdu près de 60 %. Par le jeu de l'arithmétique, on est ainsi encore en baisse de 42 % depuis les plus hauts de l'année 2008... L'une des réalités et bonne surprise de cette année, c'est que les pays émergents montrent leur capacité de développement autonome. L'exemple le plus marquant est la Chine : après un passage à vide au dernier trimestre de l'année dernière avec une croissance de seulement 6 % en rythme annuel, l'économie semble repartir par la consommation domestique sous l'effet des mesures gouvernementales prises.

Les marchés semblent donc en phase de normalisation, ce qui se matérialise par plusieurs éléments concrets :

- Les marchés interbancaires se sont détendus : l'Euribor 3 mois se négocie actuellement à 1,27 %, soit 50 pb au-dessus du Bon du Trésor.

Cet écart était de 92 pb en mars dernier et de 350 pb en octobre dernier...

- Les différentiels de rendement entre les obligations privées et gouvernementales se sont rapidement réduits : ils ont baissé de l'ordre de 190 pb sur le segment « Investment Grade » et de plus de 600 pb sur le « High Yield » depuis mars. Ce mouvement est rapide, mais il reste un potentiel de détente.

- La volatilité cotée a été divisée par plus de 3 depuis les niveaux extrêmes de l'année dernière. On retrouve ainsi des niveaux de l'ordre de 25 sur des échéances 3 /6 mois, ce qui redevient beaucoup plus cohérent avec les observations historiques.

Dans ces conditions et au vu des performances récentes, l'envie d'investir et la peur de « rater le train de la hausse » animent les investisseurs. Que faire ?

- L'analyse technique donne souvent de bons repères dans de telles situations : les principaux indices (S&P 500, EuroStoxx 50) s'approchent de leurs moyennes mobiles 200 jours. Elles constituent un indicateur très suivi et représentent une résistance importante. La dernière fois que ces indices se situaient au dessus, c'était en décembre 2007 ! Leur franchissement à la hausse serait un bon signe.

- Pour ceux qui en ont la possibilité, les options reviennent à des prix abordables. Elles permettent de se couvrir contre des situations extrêmes, soit de baisse, soit de forte accélération à la hausse dans des conditions raisonnables.

D'autant plus que cette volatilité pourrait remonter car les marchés obligataires donnent de plus en plus de signes de faiblesse. Les taux remontent imperceptiblement : le rendement des obligations gouvernementales à 10 ans est passé de 2 % en début d'année à près de 3,7 % aux US et de 3,4 à 4 % en France...

Jean-Marie Mercadal,
Directeur Général Adjoint en charge des gestions

ANALYSE

Visibilité à la hausse, volatilité à la baisse

Après une semaine passée aux États-Unis à s'entretenir avec près de 25 groupes de gestion alternative, répartis sur une demi-douzaine de destinations différentes, nous revenons avec des convictions réaffirmées, quelques nouvelles idées d'investissement et une série d'observations sur l'industrie.

Les arbitrageurs de convertibles et de crédit connaissent un début d'année faste.

Il est vrai que c'étaient eux qui avaient le plus souffert en 2008. Leurs fonds n'utilisent pas ou peu d'effet de levier. Nous estimons que l'exposition moyenne de ces derniers se situe aux alentours de 150 % pour la partie longue de leurs portefeuilles. D'une part, la présence de levier n'est pas nécessaire pour atteindre des niveaux de rentabilité élevée tout en maintenant le risque sous contrôle en raison des rendements à maturité toujours très attractifs. D'autre part, la mise à disposition de financement par les banques d'investissement reste coûteuse et fébrile, notamment pour l'obtention de financement garanti sur des périodes dépassant quelques mois. Les nouvelles émissions sont de retour et offrent des primes intéressantes pour les souscripteurs primaires. La liquidité bénéficie de cette embellie et s'est largement reprise, sans pour autant atteindre les niveaux d'avant la crise. Alors que de nombreux acteurs – notamment les grands fonds multistratégies et les gestionnaires de comptes propres des banques d'investissement – ont grandement réduit leur activité, **les gestionnaires de taille moyenne profitent pleinement de leur avantage de spécialistes. Nous renforçons notre exposition à ces derniers, notamment au sein de Oval Alpha Palmarès.**

Parmi les gestionnaires d'actions Long/Short, les résultats du premier trimestre sont plus mitigés, quoique généralement positifs. De manière générale, nous notons cependant une exposition globale des portefeuilles qui reste modeste et plutôt défensive. Ces

suite p. 2 >

Visibilité à la hausse, volatilité à la baisse

gestionnaires ont réduit la voilure alors que la volatilité faisait rage. Autant les positions « Long » que « Short » ont été diminuées afin de maintenir le cap. De plus, la visibilité des résultats des sociétés a pour ainsi dire disparu lors du dernier trimestre 2008. Elle ne tend à réapparaître que lors de ce second trimestre 2009 et offre ainsi davantage de possibilités de reconstruction des portefeuilles et de l'exposition pour ce type de gestionnaires. Le rally entamé mi-mars a néanmoins été un écueil supplémentaire pour certains. En effet, les entreprises qui avaient été le plus pénalisées en raison de doutes avérés sur leur capacité de survie ont rebondi avec plus de vigueur, alors que celles dont la résistance avait été supérieure ont moins participé à la hausse. Ceci illustre le regrettable « short squeeze » dont certains ont souffert. Les perspectives pour cette stratégie s'améliorent alors que la volatilité continue de baisser et les composantes microéconomiques reprennent de la pertinence. **Nous favorisons néanmoins les gestionnaires qui ont démontré leur capacité à ajouter de la valeur, autant par la sélection de leurs « Long » que de leurs « Short », et dont l'allocation est prépondérante dans notre fonds Oval Alpha Ace.**

Du côté du trading, le style fait toute la différence en 2009.

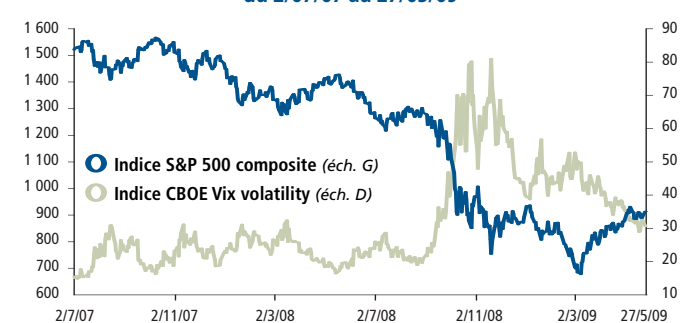
Les gestionnaires systématiques, dont la décorrélation et les contributions positives avaient été tant appréciées en 2008, perdent du terrain depuis janvier, ayant eu de la peine à négocier notamment le retournement des marchés actions. Les gestionnaires discrétionnaires, qui avaient réussi dans l'ensemble à préserver le capital l'année dernière, continuent à performer grâce à leurs capacités de trading à court terme et leur approche opportuniste des différents marchés. Ces derniers ne sont guère optimistes quant aux perspectives macroéconomiques. Ils tablent sur un essoufflement du rally actuel des actions, auquel certains s'attendaient, sans pour autant y souscrire. Les problèmes issus de l'immobilier américain en particulier ne sont pas réglés et pèseront longtemps sur la consommation des ménages. Les divers plans de relance dont les effets à court terme sont positifs risquent néanmoins d'engendrer une crise de confiance sur certaines monnaies dont le dollar américain ainsi qu'une poussée inflationniste difficilement contrôlable. Bon nombre

des gestionnaires Macro pensent que l'or devrait bénéficier de cette configuration. Les avis sont plus partagés concernant les perspectives à court terme pour les taux longs. **Alors que certains plaident pour une anticipation de l'inflation à venir et comptent bénéficier d'une pentification de la courbe, d'autres envisagent un mouvement massif de détente des taux reflétant les pires craintes déflationnistes.**

Finalement, l'environnement actuel nous semble particulièrement favorable aux gestionnaires spécialisés sur l'arbitrage de taux et dont l'horizon de trading est relativement court terme. Les émissions gouvernementales sont autant régulières que fréquentes et, en plus, ont vu leur taille littéralement exploser. La nécessité de « digestion » par les marchés financiers de cette offre gargantuesque représente une source d'inefficiences, certes relativement modeste, mais néanmoins récurrente. **De tels gestionnaires représentent une allocation importante de notre fonds Oval Saturn.**

Frédéric P. Lebel,
Directeur Général Délégué G&A

Évolution de l'aversion au risque
du 2/07/07 au 27/05/09



Source : Bloomberg

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

PRINCIPAUX INDICATEURS CHIFFRÉS

Source : TF Datastream

| INDICES AU 26/05/09 (en euros) | Dernier Devise locale | Performances en % | | | |
|---|--------------------------|-------------------|-----------------------|------------------|------------------|
| | | Tendance | 1 semaine 19/05/09 | 2009 31/12/08 | 1 an 27/05/08 |
| CAC 40 | 3 270,09 | ▼ | - 0,15 | 1,62 | - 33,35 |
| DJ Stoxx 600 | 208,96 | ▼ | - 0,86 | 5,34 | - 34,12 |
| Dow Jones industriel | 8 473,49 | ▼ | - 2,14 | - 3,39 | - 23,48 |
| Nasdaq composite | 1 750,43 | ▼ | - 1,23 | 11,07 | - 20,06 |
| Nikkei 225 | 9 310,81 | ▼ | - 0,65 | 0,38 | - 16,95 |
| Topix 500 | 698,99 | ▼ | - 0,67 | - 1,57 | - 20,92 |
| MSCI monde | 958,27 | ▼ | - 1,03 | 4,20 | - 28,23 |
| Performances en % | | Tendance | 1 semaine | 31/12/08 | 1 an |
| Euro/USD | 1,39 | ▲ | 2,17 | - 0,06 | - 11,75 |
| Pétrole – Panier Opep (US dollar/baril) | 62,31 | ▲ | 4,72 | 58,99 | - 51,49 |
| Or (US dollar/once) | 958,80 | ▲ | 3,52 | 11,20 | 5,40 |
| Dernier niveau | | Tendance | 1 semaine | 31/12/08 | 1 an |
| Zone Euro : Directeur (refi BCE) | 1,00 | ▷ | 1,00 | 2,50 | 4,00 |
| Zone Euro : Taux 10 ans | 3,53 | ▲ | 3,44 | 2,94 | 4,30 |
| États-Unis : Directeur (Fed) | 0,25 | ▷ | 0,25 | 0,25 | 2,00 |
| États-Unis : Taux 10 ans | 3,49 | ▲ | 3,24 | 2,25 | 3,92 |

PERFORMANCES DE NOS OPCVM au 26/05/09

| | 1 semaine du 19/05/09 au 26/05/09 | Début d'année du 31/12/08 au 26/05/09 | 1 an glissant du 27/05/08 au 26/05/09 | 3 ans glissants du 23/05/06 au 26/05/09 | VL / Cours en euros |
|---|---|---|---|---|------------------------|
| TRÉSORERIE RÉGULIÈRE | | | | | |
| OFI Trésor Plus | 0,05 % | 0,87 % | 3,50 % | 11,78 % | 11 296,44 |
| MONÉTAIRES DYNAMIQUES | | | | | |
| Oval Signatures Euribor | 0,20 % | - 7,50 % | - 15,30 % | - 13,43 % | 96,92 |
| OFI Alpha Cash ⁽¹⁾ | 0,02 % | 0,81 % | 2,03 % | - | 1 083,16 |
| ADI Risk Arbitrages ⁽²⁾ | 0,00 % | 1,79 % | 1,59 % | 9,15 % | 133,95 |
| CRÉDIT/HAUT RENDEMENT | | | | | |
| Oval Crédit Arbitrage ⁽³⁾ | 0,55 % | 4,69 % | - 2,44 % | 1,33 % | 101,96 |
| OFI Euro Credit High Yield | 1,32 % | 18,91 % | 3,87 % | - | 52,06 |
| OFI Global High Yield ⁽²⁾ | 2,02 % | 13,31 % | - 21,96 % | - 18,34 % | 126,61 |
| MULTIGESTION ALTERNATIVE | | | | | |
| Oval Alpha Ace ⁽⁴⁾ | - | 1,58 % | - 12,55 % | - | 974,00 |
| Oval Alpha Palmarès ⁽⁵⁾ | - | 1,20 % | - 14,17 % | - 10,04 % | 111,51 |
| Oval Alpha Stratégies ⁽¹⁾ | 0,04 % | 12,09 % | - 9,69 % | - | 9 233,59 |
| PERFORMANCE ABSOLUE | | | | | |
| Oval Cible Absolu | 0,04 % | 1,54 % | 2,22 % | - | 102,11 |
| OFI Momentum | - 0,05 % | - 7,35 % | - 3,29 % | - | 9 908,53 |
| ADI Risk Arb Absolu ⁽²⁾ | - 0,04 % | 1,85 % | - 4,05 % | 1,12 % | 113,35 |
| OBLIGATIONS EUROPÉENNES | | | | | |
| OFI Euro Moyen Terme | - 0,39 % | - 1,01 % | - 3,89 % | - 3,46 % | 2 902,97 |
| OFI Euro Investment Grade | 0,05 % | - 3,09 % | - 7,69 % | - 8,82 % | 118,78 |
| OBLIGATIONS ZONE EURO | | | | | |
| OFI Stelphia Taux Réels | 0,32 % | 1,16 % | 0,79 % | 7,57 % | 10 831,80 |
| OBLIGATIONS INTERNATIONALES | | | | | |
| OFI International Bond Return | - 0,45 % | 3,64 % | 7,68 % | 2,69 % | 29 975,35 |
| OBLIGATIONS CONVERTIBLES | | | | | |
| OFI Convertibles | 0,19 % | 8,01 % | - 8,74 % | - 6,50 % | 52,31 |
| OFI Convertibles Taux Euro | 0,29 % | 10,95 % | 0,71 % | 0,55 % | 251,99 (C) 236,22 (D) |
| OFI Single Select Convertibles Internationales | 0,55 % | 11,16 % | - 11,96 % | - | 42,12 |
| ACTIONS EUROPÉENNES | | | | | |
| OFI Cible | - 0,54 % | 9,39 % | - 28,81 % | - 31,43 % | 286,12 |
| OFI Leader | - 0,22 % | 7,86 % | - 26,72 % | - 26,81 % | 1 716,71 |
| OFI MultiSelect Europe SRI | - 0,55 % | 6,43 % | - 34,19 % | - 29,48 % | 57,64 |
| OFI Nemo | - 0,06 % | 7,81 % | - 27,66 % | - 25,93 % | 139,06 |
| OFI Risk-Averse Euro | 0,47 % | 6,44 % | - 29,28 % | - | 60,02 |
| OFI RCM Europe de l'Est | - 0,36 % | 35,98 % | - 47,84 % | - 32,15 % | 249,11 |
| OFI Palmarès Actions Europe ⁽¹⁾ | - 1,16 % | 8,06 % | - 29,85 % | - 28,81 % | 514,81 |
| OFI Prim'KappaStocks | 0,32 % | - 0,39 % | - 4,76 % | - | 959,57 |
| ACTIONS ÉTATS-UNIS | | | | | |
| OFI MultiSelect US Equity (en USD) | 0,88 % | 10,17 % | - 34,02 % | - 24,91 % | 51,33 |
| OFI Single Select Driehaus US Equity (en USD) | 0,80 % | - 3,34 % | - 46,97 % | - 26,03 % | 46,07 |
| OFI Single Select Third Avenue US Equity (en USD) | 0,02 % | 6,08 % | - 31,08 % | - 35,38 % | 43,96 |
| OFI Single Select Turner US Equity (en USD) | - 0,57 % | 12,73 % | - 43,27 % | - 36,68 % | 35,15 |
| OFI Palmarès America ⁽¹⁾ | - 2,30 % | 0,95 % | - 43,75 % | - 40,57 % | 325,45 |
| ACTIONS JAPON | | | | | |
| OFI Cible Japon | - 0,06 % | - 1,45 % | - 28,70 % | - 53,30 % | 171,71 |
| ACTIONS ASIE – HORS JAPON | | | | | |
| OFI Ming | - 1,51 % | 26,88 % | - 17,15 % | 4,73 % | 195,69 |
| ACTIONS PAYS ÉMERGENTS | | | | | |
| Magellan ⁽²⁾ | 1,82 % | 27,66 % | - 21,47 % | 8,37 % | 1 147,56 |
| OFI MultiSelect BRIC | - 2,76 % | 39,95 % | - 28,90 % | - | 41,55 |
| GESTION THÉMATIQUE | | | | | |
| OFI Single Select Core Energy | - 1,85 % | 11,13 % | - 37,06 % | - | 32,41 |
| INDICES | | | | | |
| Eonia Capitalisé (en EUR) | 0,02 % | 0,48 % | 2,79 % | 10,75 % | 141,54 |
| CAC 40 (Clôture) (en EUR) | - 0,15 % | 1,62 % | - 33,35 % | - 33,69 % | 3 270,09 |
| DJ Stoxx 600 (Clôture) (en EUR) | - 0,86 % | 5,34 % | - 34,12 % | - 34,19 % | 208,96 |
| S&P 500 (Clôture) (en EUR) | - 1,89 % | 0,85 % | - 25,54 % | - 33,11 % | 654,54 |
| Topix 500 (Clôture) (en EUR) | - 0,67 % | - 1,57 % | - 20,92 % | - 39,06 % | 5,29 |

Sources : OFI AM & Datastream

(1) VL arrêtées au 25/05/09 ; (2) VL arrêtées au 22/05/09 - performances 1 semaine du 15/05/09 au 22/05/09 - performances YTD du 31/12/08 au 22/05/09 - performances 1 an du 23/05/08 au 22/05/09 - performances 3 ans du 19/05/06 au 22/05/09 ; (3) VL arrêtées au 22/05/09 - performances 1 semaine du 15/05/09 au 22/05/09 - performances YTD du 24/12/08 au 22/05/09 - performances 1 an du 23/05/08 au 22/05/09 - performances 3 ans du 19/05/06 au 22/05/09 ; (4) VL mensuelle au 30/04/09 - performances YTD du 31/12/08 au 30/04/09 - performances 1 an du 30/04/08 au 30/04/09 ; (5) VL mensuelle au 30/04/09 - performances YTD du 31/12/08 au 30/04/09 - performances 1 an du 30/04/08 au 30/04/09 - performances 3 ans du 28/04/06 au 30/04/09.

OFI MANDATS

La gestion bien orchestrée



OFI CREATEUR D' α *

* Alpha, c'est la valeur ajoutée des gestions actives.

Née du regroupement des compétences en gestion sous contraintes de la Mutualité Française et le groupe OFI, OFI Mandats est la première société française spécialisée dans la gestion sous mandat pour le compte d'institutionnels. OFI Mandats a reçu l'agrément de l'AMF le 30 décembre 2005. La société gère près de 7 milliards d'euros (31/03/2009) au travers de 60 portefeuilles. Elle bénéficie de l'expérience et des compétences en gestion dédiée développées depuis plus de 10 ans chez OFI Asset Management et au sein de la direction financière de la FNNF. Véritable partenaire des mutuelles, OFI Mandats propose une solution globale de gestion diversifiée et d'appuis comptable et administratif.

Groupes OFI - 1 rue Vernier - 75017 Paris - Tél. 01 40 68 17 17 - www.ofi-am.fr



Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Document d'information non contractuel. Le présent document ne vise que les clients professionnels au sens de l'article D. 533-11 du Code monétaire et financier ; les conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI) ; les conseillers en investissements financiers (CIF) au sens de l'article L. 541-1 et suivants du Code monétaire et financier. Il n'est pas destiné à être remis à des clients non professionnels ne possédant pas l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre leurs propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus. Les informations contenues dans ce document ne sauraient avoir une quelconque valeur contractuelle. Seuls le prospectus complet de l'OPCVM et ses derniers états financiers font foi. Avant d'envisager toute souscription, il est recommandé de lire attentivement le plus récent prospectus et de consulter le dernier rapport financier publié par l'OPCVM, disponibles sur simple demande auprès d'OFI Asset Management 1 rue Vernier - 75017 Paris ou des entités qui commercialisent l'OPCVM. Aucune exploitation commerciale même partielle des données qui y sont présentées ne pourra être effectuée sans l'accord préalable d'OFI Asset Management ou de ses filiales. OFI Asset Management et ses sociétés filiales déclinent toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourrait être faite des informations contenues dans le présent document et des conséquences qui pourraient en découler. Toute reproduction ou utilisation non autorisée de ces informations engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites judiciaires. La société de gestion ne saurait être tenue pour responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations contenues dans ce document. Le traitement fiscal propre à l'investissement en parts ou actions d'OPCVM dépend de la situation individuelle de chaque client et est susceptible d'être modifié.