

**En couverture.** Les taux d'intérêt monteront-ils ? Faut-il préférer les actions, tenter l'aventure des hedge funds ? L'immobilier est-il encore accessible ? Les experts de DPA Conseil éclairent les stratégies d'investissement de 2006.

# Où investir en 2006



**Olivier Davanne et Thierry Pujol** sont associés de DPA Conseil, une société spécialisée dans le conseil en allocation d'actifs financiers et gestion de risque.

Olivier Davanne et Thierry Pujol. Avec Valérie Delarce, Anne Feitz et Anne-Laurence Fitère



L'année qui s'achève a apporté son lot habituel de surprises sur les marchés financiers. Il y a un an, la plupart des experts annonçaient une nette remontée des taux d'intérêt qui se situaient alors à des niveaux historiquement très bas (2,1% pour un placement à court terme en zone euro, 2,5% aux Etats-Unis ; 3,7% pour un placement à dix ans en obligations d'Etat en zone euro ; 4,3% pour l'équivalent aux Etats-Unis). En réalité, les taux à court terme sont restés au même niveau et les taux longs ont même encore baissé en Europe. Et aux Etats-Unis, la rémunération à court terme des placements, pilotée pour sa dernière année par Alan Greenspan, a certes beaucoup progressé pour revenir autour de 4%, mais – à 4,5% courant novembre – la rémunération des obligations à long terme reste encore modeste.

Autre surprise de l'année 2005 : en dépit du déficit considérable des comptes extérieurs américains, le dollar s'est nettement repris, au grand soulagement des industriels européens au bord de l'asphyxie il y a un an. Par comparaison, l'évolution des marchés actions (hausse modérée en Europe, léger repli aux Etats-Unis) s'est révélée plus conforme aux prévisions.

Les deux grandes surprises de 2005 – recul des taux longs européens et baisse du dollar – font office d'avertissement, au moment où il s'agit de définir les politiques d'investissement pour 2006. Sur les marchés, ce qui est trop consensuel a peu de chances de se produire. Quand tous les investisseurs, ménages comme professionnels, prennent des positions similaires, il ne reste plus de potentiel d'achat et toute déception provoque mécaniquement une

forte correction. Souvenons-nous du krach boursier des années 2001-03 après l'euphorie de 1999-2000. Le constat explique d'ailleurs la popularité de l'approche dite « contrarian » dans la communauté des traders, qu'ils opèrent dans les salles de marché des banques d'investissement ou dans les fonds spéculatifs, les fameux « hedge funds » (voir p. 66). Malheur en effet à celui qui, en quête d'un profit express, suivra la dernière idée à la mode !

Voilà pourquoi l'investisseur a généralement intérêt à privilégier une approche de moyen/long terme, en recherchant les actifs susceptibles d'offrir un rendement attractif dans la durée. Il n'y a pas là obligatoirement promesse de bénéfice rapide, mais plutôt une performance satisfaisante à moyen terme, car un marché correctement valorisé qui connaît une baisse injustifiée bénéficiera d'un rattrapage à l'avenir. En matière de rendements financiers, le long terme est paradoxalement plus facile à anticiper que le court terme ! Voilà pourquoi nous discuterons ici du prix fondamental des différents marchés et actifs (qu'est-ce qui est cher, qu'est-ce qui ne l'est pas ?) avant de nous livrer au petit jeu des pronostics pour 2006.

**DES OBLIGATIONS TROP CHÈRES**

Première classe d'actifs qui focalise actuellement l'attention des épargnants du monde entier : les obligations. On l'a dit, les taux d'intérêt à long terme sont, dans les grands pays industrialisés, à des niveaux historiquement bas (voir graphiques ci-dessous). La question est dans toutes les têtes : une rémunération réelle des obligations d'Etat à long terme comprise entre 1,5 et 2% peut-elle constituer une nouvelle situation d'équilibre ?

L'étiage actuel résulte de la conjonction de plusieurs facteurs. D'abord, et

**LES MOTS CLÉS POUR INVESTIR**

**Obligation.** Titre négociable représentant la part d'un emprunt émis par l'Etat, une collectivité publique, une entreprise nationale ou une société privée.

**Action.** Titre représentatif du capital d'une entreprise, conférant à son propriétaire la qualité d'actionnaire et lui donnant droit à une part proportionnelle dans toute répartition de bénéfice ou d'actif net, et des droits de regard sur la gestion se manifestant par le vote à l'assemblée générale.

**Prime de risque.** Indicateur qui permet de mesurer, à un moment donné, l'intérêt d'investir dans un actif risqué (par exemple des actions) plutôt que dans un actif non risqué

(par exemple des obligations d'Etat). La différence de rendement attendue entre les deux placements est la prime de risque.

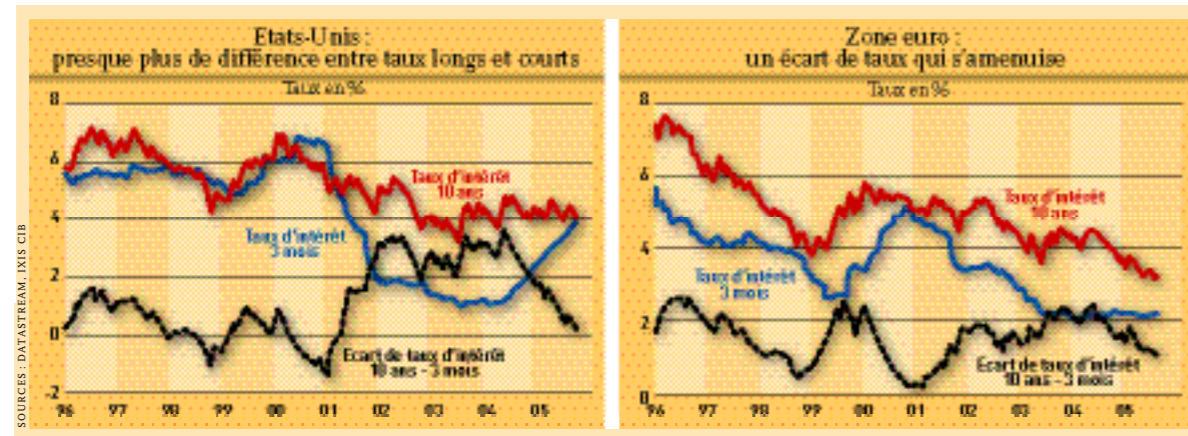
**Price Earning Ratio (PER).** Coefficient de capitalisation des résultats. Prix de l'action d'une société divisé par le dividende par action. Un PER élevé est un indicateur de la valorisation de la société ou d'une spéculation. Si une société a un PER de 15, on dit qu'elle capitalise 15 fois ses bénéfices.

**Volatilité.** Ampleur des fluctuations d'une valeur ou d'un marché mesurée par rapport à son évolution moyenne. Plus la volatilité est élevée, plus le risque de variation à court terme est important.

c'est tout à fait surprenant, les pays émergents se montrent plus fourmis que cigales... Alors qu'ils pourraient être les premiers à profiter de taux très bas pour s'endetter et améliorer le niveau de vie de leurs populations, ils acceptent de financer le reste du monde. Les pays émergents sont en effet exportateurs nets de capitaux à hauteur d'environ 4% de leur revenu. Cette situation paradoxale a une double origine : la flambée des prix du pétrole depuis deux ans, qui est à l'origine d'une capacité d'épargne considérable chez les pays émergents producteurs ; le traumatisme infligé par la crise financière catastrophique de la fin des années 90. Depuis cette date, les pays émergents ont adopté un comportement de grande prudence en matière de gestion des finances publiques et de libéralisation de leurs systèmes financiers. Et ils ont confié pour l'essentiel à leurs banques centrales le soin de placer cet excédent d'épargne à l'étranger (voir graphique p. 58). Par ailleurs, les difficultés auxquelles les économies

**POUR L'INVESTISSEUR** La rémunération des obligations d'Etat va-t-elle remonter ? Oui, si les pays émergents cessent notamment de financer les pays riches.

**POUR L'INVESTISSEUR** Privilégier une approche de moyen/long terme. L'investisseur doit rechercher le rendement attractif dans la durée.



**POUR L'INVESTISSEUR** Le potentiel de rebond de l'Allemagne et du Japon à moyen terme pourrait contribuer à faire remonter les taux d'intérêt.

**Les nouveaux produits d'épargne-retraite ne semblent pas rencontrer le succès attendu.**

allemande et japonaise ont été confrontées depuis plusieurs années ont sensiblement contribué à maintenir les taux d'intérêt bas. En dépit d'importants déficits publics, les deux pays ont maintenu, voire renforcé dans le cas de l'Allemagne, leurs positions d'exportateurs traditionnels de capitaux. En 2005, notre voisin allemand fut ainsi exportateur net de capitaux à hauteur de plus de 4% du revenu national, le Japon de plus de 3%. Dans une perspective de moyen terme, les deux pays disposent d'un important potentiel de rebond et le retour à une croissance plus soutenue devrait s'accompagner d'une réduction sensible de l'excédent d'épargne.

Ceci ne devrait pas être sans conséquences sur le niveau des taux d'intérêt. En particulier, le potentiel de rebond de l'économie allemande est désormais beaucoup plus important que celui de la France et des autres pays européens. Or le réveil allemand est incontestablement une donnée à prendre en compte, car si une croissance allemande plus soutenue est de nature à soutenir directement nos exportations, elle pourrait conduire à des taux d'intérêt sensiblement plus élevés.

D'un point de vue structurel, ceci n'est pas le seul argument en faveur d'une remontée des taux d'intérêt. Pour expliquer le niveau actuel, on invoque parfois l'argument démographique. Le vieillissement de la population dans les pays industrialisés pousse partout à une réforme des systèmes de retraite visant à diminuer les prestations versées par les régimes publics et à encourager parallèlement le développement de l'épargne-retraite. Afin de maintenir leur train de vie, les futurs retraités pourront ainsi compléter le

montant de leur retraite grâce au produit de leur épargne. Un tel développement de l'épargne-retraite devrait en principe provoquer un afflux de capitaux de nature à faire baisser la rémunération du capital.

Mais cet impact du vieillissement ne doit pas être surestimé pour au moins deux raisons. D'abord, dans la plupart des pays, les réformes déjà décidées devraient avoir comme conséquences d'allonger sensiblement la durée de la vie active, plutôt que de provoquer une forte croissance de l'épargne. Les nouveaux dispositifs d'épargne-retraite ne semblent pas en effet, jusqu'à présent en tout cas, rencontrer le succès attendu. Surtout, il faut mettre en face de cette augmentation de l'épargne, le creusement structurel des déficits publics. Non seulement les réformes des régimes de retraite restent généra-



**POUR L'INVESTISSEUR** Le vieillissement ne doit pas être surestimé. Il ne devrait pas provoquer une forte croissance de l'épargne dans les années à venir.

**DAVID GANOZZI\***

**« INVESTIR RÉGULIÈREMENT EN BOURSE EST UN ATOUT »**

**Comment voyez-vous l'évolution de l'environnement macro-financier en 2006 ?** Nous sommes plutôt optimistes sur les actions. Le maintien d'un rythme de croissance soutenu devrait continuer à doper les profits. En outre, les marchés actions ne sont pas très chers : aux Etats-Unis comme dans la zone euro, les entreprises se valorisent moins de 15 fois les bénéfices. Le principal risque pour 2006 serait l'emballlement des marchés obligataires, avec une remontée brutale des taux d'intérêt. Un krach obligataire aurait des conséquences très

On ne trouve plus aux Etats-Unis. Quant au Japon, 2006 pourrait marquer sa sortie de dix ans de déflation. Les marchés émergents sont aussi intéressants, bien qu'ils présentent un profil de risque relativement élevé : certains marchés, en Amérique latine notamment, pourraient toutefois être pénalisés par la remontée des taux courts américains.

**Quels conseils donnez-vous à vos clients ?**

Diversifier les placements relève du bon sens. Mais le fait d'investir régulièrement est aussi un atout. L'une de nos études montre qu'un investisseur qui serait entré en Bourse à l'automne 2000, soit au plus haut du marché, et qui n'aurait pas réinvesti depuis serait en perte d'environ 20%. En revanche, en ayant investi de façon régulière et continue en dépit du krach, il dégagerait, à l'automne 2005, un TRI (1) de 7,7%, contre 7,1% sur le marché obligataire et 2,6% sur le marché monétaire.

Propos recueillis par V. D.

(1) Taux de rendement interne. Il mesure la rentabilité annualisée moyenne d'un investissement.

\*Directeur général, Fidelity Gestion.

PHOTO : THIERRY LEDOUX - ILLUSTRATIONS : SERGE BLOCH

## Dopée par l'innovation financière, l'offre de crédit alimente la surchauffe immobilière.

lement partielles, mais les dépenses de santé vont également augmenter avec le vieillissement de la population. Il y a donc fort à parier que les déficits publics resteront importants dans les pays industrialisés à moyen/long terme, à moins précisément qu'une forte hausse des taux d'intérêt ne vienne rendre impossible une telle fuite en avant dans l'endettement ! En outre, une autre évolution, tout aussi structurelle que le vieillissement, devrait tirer les taux d'intérêt à la hausse : le développement de l'offre de crédit, stimulée dans de nombreux pays par la vitalité de l'innovation

**POUR L'INVESTISSEUR**  
Le creusement des déficits publics et privés constituera un puissant facteur de hausse des taux.

**PIERRE SABATIER\***

### « LE SECTEUR IMMOBILIER DEVRAIT S'ESSOUFFLER »

#### Quelle est votre analyse de la conjoncture macro-financière en 2006 ?

L'année 2006 dépendra en grande partie de l'évolution de la politique monétaire.

2005 a été marquée par une surperformance des marchés européens par rapport aux marchés américains, en raison d'un creusement des différentiels de taux, la Fed ayant décidé d'une hausse de ses taux court terme. Celui-ci joue sur la parité dollar/euro, améliorant in fine la compétitivité des entreprises européennes. En 2006, la configuration tant macro que microéconomique devrait être moins favorable à l'Europe. Le différentiel de taux devrait cesser d'augmenter, et la parité monétaire devrait donc être moins porteuse pour les entreprises.

#### Quelles sont vos recommandations en matière de placement ?

Nous conseillons d'investir en actions mais ce, plutôt par défaut. En effet, une hausse probable des taux longs devrait rendre les obligations moins attractives. Quant à l'immobilier, nous pensons qu'après avoir franchi un haut de cycle, le secteur devrait s'essouffler. Sur les valeurs européennes, nous sommes neutres sur l'énergie, car nous pensons que le prix du pétrole va refluer ; négatif sur les services financiers, banque, assurance, immobiliers cotés, du fait de leur sensibilité à l'évolu-

tion des taux ; positif sur les télécoms, car la purge est derrière nous. Enfin, nous sommes positifs sur les secteurs défensifs tels que l'alimentation, la santé, la distribution.

#### Quelles seront les zones les plus porteuses ?

Nous sommes assez confiants sur l'économie japonaise : dans un contexte de stabilité politique, avec la réélection de Junichiro Koizumi, elle est sur le point de sortir de la déflation. Sur les marchés émergents, l'Amérique latine est attractive, car les différentes crises lui ont permis d'organiser son développement sur un modèle macroéconomique plus stable. Nous sommes en revanche beaucoup plus frileux sur les marchés asiatiques, car toute la zone dépend de la Chine, et du ralentissement ou non de sa croissance.

Propos recueillis par A.-L. F.

\*Stratège chez FactSet JCF, société d'information financière.

financière. Or une offre de crédit très généreuse encourage la flambée des prix immobiliers et pèse structurellement sur l'épargne des ménages. C'est ce que l'on observe actuellement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni notamment, deux grands pays industrialisés où les ménages peuvent désormais facilement s'endetter, notamment en utilisant leur logement comme garantie accordée aux prêteurs. Dans d'autres pays, comme la France, on observe aussi un assouplissement des conditions de crédit (apports personnels plus faibles, allongement progressif de la durée des emprunts).

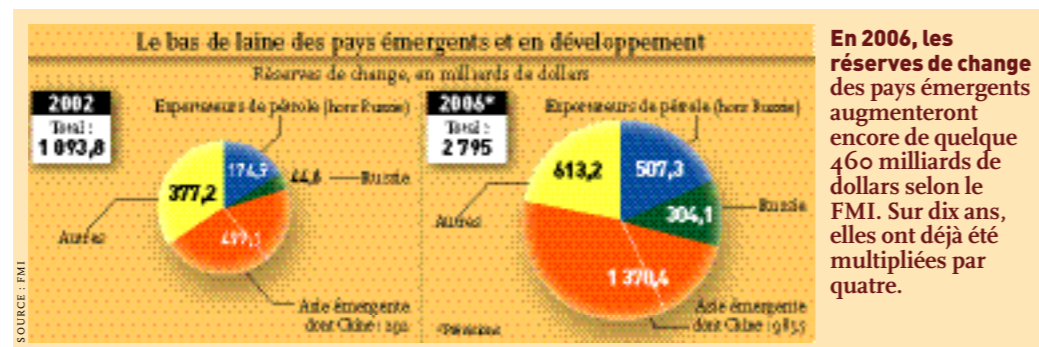
En conclusion, il est donc prudent de considérer la situation actuelle comme transitoire : dans un monde où le crédit est de plus en plus abondant grâce aux innovations financières et à la concurrence, des taux d'intérêt réels aussi bas que ceux que nous connaissons actuellement ne paraissent pas soutenables, car ils s'accompagnent forcément d'une croissance forte de l'endettement des ménages comme des Etats. Les conditions de l'équilibre épargne/investissement au niveau mondial incitent donc à douter de la possibilité de maintenir durablement une rémunération réelle des obligations à long terme à peine supérieure à 1,5%. Partout dans le monde, le crédit bon marché soutient les prix de l'immobilier ; la tendance générale est à l'augmentation de l'endettement public et privé dans les pays industrialisés (voir graphiques p.60) ; et tôt ou tard, les pays émergents, oubliant leur traumatisme de la fin des années 90, cesseront de financer les pays les plus riches pour une rémunération aussi faible !

Dans une perspective de moyen terme, c'est probablement aux Etats-Unis que la correction sur les taux d'in-

(suite page 60)...



**POUR L'INVESTISSEUR**  
Au niveau mondial, l'insuffisance d'épargne débouchera sur une augmentation de la rémunération des obligations à long terme.



En 2006, les réserves de change des pays émergents augmenteront encore de quelque 460 milliards de dollars selon le FMI. Sur dix ans, elles ont déjà été multipliées par quatre.



## Les dividendes représentent 3,5% de la valeur des actions des grands groupes en Europe.

térêt réels sera la plus marquée, car l'Amérique est le pays qui dépend le plus de l'accumulation sans précédent des réserves de change des pays émergents pour son financement. Nous y reviendrons en abordant les enjeux de l'année 2006.

### ACTIONS : PRÉFÉREZ L'EUROPE

Quel rendement réel peut espérer à long terme un investisseur qui achète des actions à leur prix actuel ? Il est d'usage de décomposer le rendement attendu en deux composantes : les plus-values et les dividendes reçus.

Sur le long terme, les plus-values sont corrélées au niveau de la croissance

économique, car il est admis que la valeur des entreprises ne peut croître durablement à un rythme très différent de celui de l'ensemble de l'économie. C'est la raison pour laquelle la plupart des experts ont tendance à différencier leurs prévisions d'évolution du prix réel des actions en fonction des régions du monde. On suppose en général qu'à long terme celui-ci progressera modérément dans la zone euro, en raison notamment de la démographie et de la relative faiblesse des gains de productivité (le consensus tourne autour d'un rythme d'à peine 2% par an) et sensiblement mieux aux Etats-Unis (un peu plus de 3% par an). Quant aux dividendes, ils représentent, à l'heure actuelle, environ 3,5% de la valeur des actions des grandes entreprises en Europe et 2% de l'autre côté de l'Atlantique. En additionnant ces deux sources de rendement, de nombreux investisseurs espèrent ainsi un rendement réel à long terme de leurs actions compris entre 5 et 5,5%, un chiffre sensiblement inférieur à leur performance depuis cinquante ans.

Cette arithmétique est toutefois un peu trop sommaire. D'une part, il ne faut pas oublier que les grandes entreprises de la zone euro ont des activités désormais fortement internationalisées (elles réalisent environ un tiers de leurs chiffres d'affaires hors d'Europe) et peuvent donc profiter d'une croissance plus forte dans d'autres parties du monde. Il s'agit donc de ne pas surévaluer le handicap des firmes européennes en terme de croissance. D'autre part, on sous-estimerait le rendement obtenu par les actionnaires si l'on oubliait que les entreprises réalisent désormais suffisamment de profits pour s'autofinancer et distribuer des dividendes, mais aussi pour racheter leurs propres actions. En

(suite page 62)...

**POUR L'INVESTISSEUR**  
En additionnant plus-values et dividendes, les investisseurs espèrent un rendement réel à long terme des actions compris entre 5 et 5,5%.

**POUR L'INVESTISSEUR**  
Il ne faut pas surévaluer le handicap des firmes européennes, car elles réalisent environ un tiers de leur chiffre d'affaires hors d'Europe.

### JEAN-PIERRE LEVAYER\*

#### « DES CONSEILS PERSONNALISÉS POUR INVESTIR EN BOURSE »

##### Compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt, quels types de produits conseillez-vous à vos clients ?

Pour les liquidités, avec une rémunération nette d'impôt de 2%, le livret A reste attractif. D'autant que son taux pourrait être relevé en février. Sur le court terme, je vous rappelle aussi que le groupe Caisse d'épargne a été, en avril, le premier grand réseau bancaire à proposer la rémunération des comptes courants, jusqu'à 1%. Comme l'immobilier reste également une préoccupation majeure, nous proposons à nos clients de les équiper en épargne-logement, dans la perspective d'une remontée des taux d'intérêt.

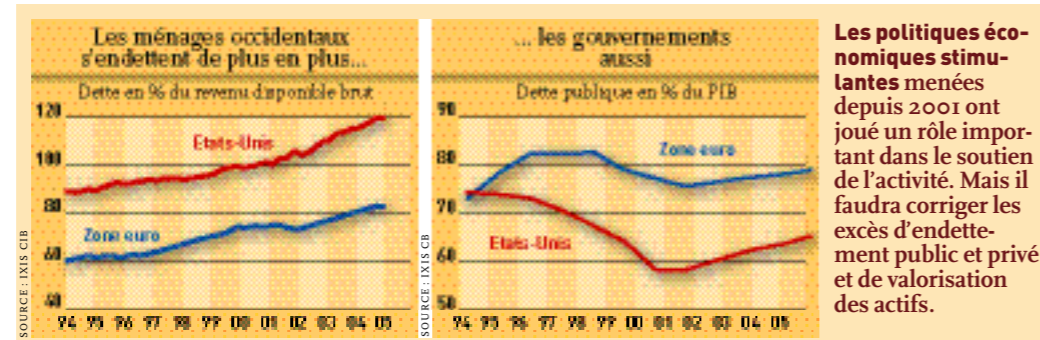
Nous leurs proposons aussi des produits de placement, au premier rang desquels l'assurance-vie. Et compte tenu de la faiblesse des rendements obligataires, nous engageons nos clients à se positionner, au moins pour partie, en unités de compte plutôt que sur des fonds en euros uniquement. **Outre ces contrats multisupports, conseillez-vous à vos clients d'aller sur les marchés boursiers ?**

Tout le monde n'a pas les connaissances nécessaires pour investir directement en Bourse. Notre rôle de conseil est donc central. Le groupe Caisse d'épargne a lancé cet

automne une offre très originale, baptisée Bourse « Esprit Ecureuil », destinée à des clients débutants, mais intéressés par l'aventure boursière. En fonction d'un diagnostic personnalisé, nos conseillers proposent une allocation d'actifs associée à trois services sécurisants : le service « prise de bénéfice » qui, au-delà d'un niveau de plus-value fixé par chaque client, permet la sécurisation de ses gains boursiers via leur cantonnement sur un fonds monétaire ; le service « assurance » qui protège le capital d'un risque de moins-value consécutif à une vente d'urgence ; et le service « abonnement » qui permet d'investir régulièrement afin de lisser les variations de marché.

Propos recueillis par V. D.

\*Directeur offre et services bancaires à la Caisse nationale des caisses d'épargne (CNCÉ).



**Les politiques économiques stimulantes menées depuis 2001 ont joué un rôle important dans le soutien de l'activité. Mais il faudra corriger les excès d'endettement public et privé et de valorisation des actifs.**

... (suite de la page 60)

outre, il faut prendre en compte la croissance externe dès lors qu'elle est financée par les profits, donc par les actionnaires actuels, et non par l'émission de nouvelles actions ou le recours à l'endettement. Certes, les profits actuels sont – dans certains secteurs tels le pétrole ou la banque – à des niveaux exceptionnels, et comme tels pas totalement extrapolables. Mais, même en faisant l'hypothèse d'un certain repli des marges et de la rentabilité des capitaux propres sur le moyen/long terme, les dividendes versés sous-estiment sensiblement la capacité des entreprises à rémunérer leurs actionnaires.

Conclusion : la prise en compte de ces éléments conduit à revoir à la hausse le rendement que les actionnaires peuvent espérer engranger dans la durée en achetant des actions aux cours actuels. Le rendement attendu sur les grandes entreprises de la zone euro atteint près de 8% en termes réels et 6,5% pour les firmes américaines. Ainsi, les actions européennes semblent à l'heure actuelle offrir une « prime de risque » substantielle par rapport aux obligations sans risque émises par les gouvernements de la zone euro, même en faisant l'hypothèse d'une certaine remontée des taux d'intérêt. En revanche, les actions américaines paraissent sensiblement moins attractives (voir tableau ci-dessous).

Conclusion générale : pour l'investisseur de long terme, les obligations paraissent très chères, notamment les obligations américaines ; les actions européennes semblent correctement valorisées, tandis que les américaines sont exposées à la baisse en cas de forte remontée des taux d'intérêt américains.

#### LES SCÉNARIOS POUR 2006

Une stratégie sur l'année 2006 conduit à intégrer dans la réflexion les éléments de court terme susceptibles de venir peser sur le scénario central. A commencer, bien sûr, par l'évolution du

**ERIC LENTZ\***

### « LES FONDS PROFILÉS COLLENT AUX BESOINS DES CLIENTS »

#### Comment évoluent les besoins de vos clients ?

Depuis la loi Fillon de 2003 sur les retraites, on constate un mouvement de réallocation

vers l'épargne longue. Celui-ci devrait se poursuivre en 2006, d'autant que le rendement des placements à court terme (livrets, Sicav monétaires, comptes à terme...) est modeste, compte tenu de l'inflation. L'éclatement de la bulle Internet en 2000 a suscité une prudence exagérée aujourd'hui : il est temps de revenir à des niveaux plus raisonnables en matière d'épargne de précaution.

#### Quels produits répondent le mieux à ce besoin d'épargne longue ?

Sur les PERP, les flux d'épargne ne sont pas encore très importants. Déjà en perte de vitesse, suite à la réforme de 2002, le PEL devrait encore pâtir de la récente décision de soumettre les intérêts des PEL de plus de dix ans aux prélèvements sociaux sans attendre leur clôture. Comme en 2005, l'assurance-vie (+15% en matière de collecte pour le marché, +20% pour BNP Paribas) devrait donc se tailler la part du lion. Compte tenu de la faiblesse des rendements obligataires, nous conseillons à nos clients de basculer, au moins pour partie, en unités de compte (UC). L'amendement

Fourgous, qui permet de conserver l'antériorité fiscale en cas de basculement, devrait favoriser le mouvement engagé depuis le début de l'année : la



collecte nouvelle en UC a progressé de 55%. En 2005, les versements sur UC devaient représenter 25% des versements en assurance-vie (15% en 2004). Nous pensons que ce chiffre continuera à progresser en 2006.

#### Pour les contrats en UC, quels types de supports privilégiez-vous ?

Cela dépend évidemment de la tolérance au risque de chacun et de la durée de placement. Nous conseillons les OPCVM actions plutôt que les actions en direct. Les Sicav obligataires rapportent moins, mais il peut être intéressant de passer sur des convertibles pour profiter de la hausse de la Bourse. Nous recommandons surtout le recours à des fonds profilés, comme notre gamme Profilea. L'avantage pour le client est une grande transparence sur le degré de risque et un choix d'allocation d'actifs qui colle à ses besoins. En cas de préparation de la retraite, les fonds à horizon long (1) sont également intéressants.

Propos recueillis par V. D.

(1) Plus la retraite approche, plus la part des actions décroît.  
\* Responsable épargne pour le réseau BNP Paribas.

prix du pétrole. 2006 pourrait bien en effet être l'année qui verra l'Arabie Saoudite rétablir son contrôle sur le marché pétrolier mondial.

Les investissements réalisés dans les pays producteurs et les effets de la hausse des prix sur la consommation de pétrole se conjuguent pour améliorer progressivement l'équilibre entre l'offre et la demande. Un écart significatif pourrait ainsi réapparaître entre la capacité de production totale de l'Arabie Saoudite et la demande qui lui est adressée en temps normal (hors cyclones, etc.), ce qui lui permettrait de faire baisser les prix. Les dirigeants d'Arabie Saoudite s'inquiètent en effet des conséquences à terme pour leur pays d'un prix du pétrole à 60 voire 70 dollars le baril, qui encourage au développement tous azimuts des énergies alternatives.

## L'augmentation du prix des maisons aux Etats-Unis est également liée à la démographie.

Ils préféreraient certainement voir le prix du baril contenu aux alentours de 50 dollars... En revanche, un scénario qui verrait une nouvelle flambée du prix de l'or noir, liée à un nouveau choc géopolitique par exemple, accroîtrait encore les excédents d'épargne des pays producteurs et pèserait, à court terme, sur la croissance mondiale. Il est probable que cela ralentirait aussi le mouvement à la hausse des taux d'intérêt, même si les banques centrales insistent sur leur « vigilance » en matière d'inflation. Mais si le prix du pétrole se stabilise, voire baisse légèrement comme nous l'anticipons, faut-il craindre que l'ajustement à la hausse des taux d'intérêt se fasse violemment en 2006 avec les conséquences que l'on imagine sur les marchés financiers ?

Cette hypothèse ne paraît pas la plus probable, car la croissance mondiale semble encore trop dépendante du dynamisme de la consommation des ménages américains et, en dégonflant la bulle immobilière américaine, une

forte hausse des taux freinerait trop brutalement la croissance économique aux Etats-Unis et dans le reste du monde.

L'évolution du marché immobilier américain est de fait une inconnue importante. Les maisons sont devenues objectivement chères, surtout dans certaines métropoles régionales (le ratio du prix moyen d'une maison au revenu moyen atteint 3,1, contre 2,5 en moyenne dans l'après-guerre). Cette augmentation s'est faite, nous l'avons vu, dans un contexte d'innovations dans le financement de l'immobilier qui, en repoussant dans le temps le remboursement des prêts et en accroissant la capacité d'emprunt des ménages, favorisent la spéculation immobilière. Mais la spéculation n'est pas seule en cause : la démographie (augmentation du nombre de familles et d'individus vivant seuls) et le bas niveau des taux d'intérêt ont aussi joué un rôle essentiel. Il existe d'ailleurs peu de signes avant-coureurs d'une forte

(suite page 64)...



Aux Etats-Unis, les prix de l'immobilier, surtout dans certaines métropoles régionales, sont désormais très élevés.



Le rendement attendu sur les grandes entreprises de la zone euro atteint près de 8% en termes réels (6,5% pour les firmes américaines).

POUR L'INVESTISSEUR



Les actions américaines devraient rester plus chères que les européennes en 2006. D'autant qu'une hausse des taux associée à un aplatissement de la courbe des taux sont deux mauvaises nouvelles pour les entreprises.

## ASSURANCE-VIE : PRÉFÉRER LES UNITÉS DE COMPTE

Les temps bénis où un contrat d'assurance-vie en euros rapportait, en termes réels, plus de 4 ou 5% par an sont révolus. Pour une raison simple : ces contrats sont investis à 95% en obligations. Or les rendements obligataires sont actuellement très bas, de l'ordre de 3 à 3,5%. Aussi les compagnies incitent-elles vivement les détenteurs de contrats en euros à basculer, au moins pour partie, vers des contrats multisupports en unités de compte (UC). Autrement dit, investis sur plusieurs classes d'actifs (actions, immobilier, hedge funds, etc.). Ces contrats offrent aujourd'hui de meilleurs rendements, mais ils ne sont pas sans risque (alors que dans les contrats en euros, le capital est garanti), notamment en cas de retournement des marchés boursiers. Les assureurs-vie ont tout intérêt à voir les investisseurs basculer en UC : sur ces contrats, leur marge de solvabilité est de 1%, contre 4% pour les contrats en euros (1). Preuve d'un efficace lobbying, l'amendement Fourgous, voté cet été, autorise désormais la transformation de contrats en euros en contrats en UC, sans perte de l'antériorité fiscale. « Mais, prévient Jean-Paul Challet, président du directoire de Mutavie, compte tenu des frais prélevés lors de chaque arbitrage d'un compartiment à un autre, il faut que l'assuré soit sûr de dégager un rendement nette-

ment supérieur à celui d'un contrat en euros qui est, en outre, sans risque, le capital étant garanti. » A cette réserve près, le basculement au moins partiel en UC reste probablement aujourd'hui la solution la plus avantageuse. « Les assurés pourraient aussi être tentés de racheter leurs contrats en euros, reconnaît Jean-Paul Challet. Mais pour investir dans quoi ? L'immobilier est déjà très cher et la détention d'obligations et/ou d'actions en direct n'est pas à la portée de tout le monde. Et, avec des frais annuels de gestion de 2% (contre 0,5 à 1% pour les contrats d'assurance-vie en euros), il n'est pas évident que les OPCVM actions soient plus attractifs. » Surtout, l'assurance-vie reste la formule fiscalement la plus avantageuse pour se constituer une retraite ou pour préparer sa succession. « De l'année d'ouverture à la quatrième année, on admet généralement que les pénalités fiscales en cas de sortie sont dissuasives, explique Yann Le Pallec, responsable assurance Europe chez Standard & Poor's. Au-delà de la quatrième année, l'aspect fiscal joue moins. » A condition de trouver un placement qui rapporte de 300 à 400 points de base de plus. Pas si simple... V. D.

(1) Pour 100 euros collectés, l'assuré-vie doit provisionner 1 euro dans un cas, 4 euros dans l'autre.

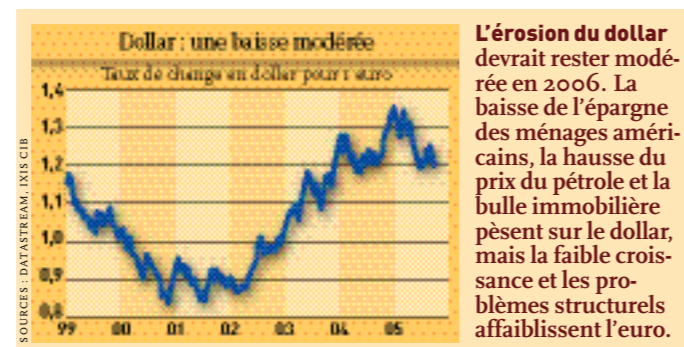
... (suite de la page 63)

baisse des prix et les experts – un peu intéressés... – de l'Association des agents immobiliers américains anticipent un simple ralentissement à 5% par an dans les années à venir. La question est d'importance, car la tenue exceptionnelle du marché de l'immobilier et le sentiment de richesse qu'il crée chez beaucoup de ménages ont joué un rôle essentiel comme moteur de la croissance. Sur l'année écoulée, l'endettement immobilier a ainsi progressé de 82 à 88% du revenu des ménages. Autrement dit, c'est environ 6% de la demande actuelle des ménages que l'on doit à l'emballement du marché immobilier américain ! Dans tous les cas, cette contribution est appelée à diminuer à l'avenir et une forte hausse des taux d'intérêt qui pourrait « crever » ou « dégonfler » la bulle aurait un impact très négatif sur la croissance américaine.

Comme de surcroît l'inflation dite sous-jacente (calculée hors énergie) est toujours à un niveau bas dans la plupart des pays, on peut imaginer que les autorités monétaires chercheraient à rétablir le calme sur le marché obligataire si celui-ci était pris de panique et menaçait vraiment la croissance économique et la stabilité financière. Même s'il faut s'attendre à une certaine volatilité, les taux d'intérêt à long terme ne devraient donc pas monter brutalement en 2006, car nos économies ne peuvent pas encore se le permettre. Les moteurs censés prendre le relais de la consommation américaine – investissement et consommation en Allemagne comme au Japon, demande des pays émergents – sont encore insuffisamment allumés pour justifier le retour rapide du coût du crédit vers des niveaux plus normaux.

Conclusion : on peut envisager pour 2006 un scénario central sans perturbations financières majeures avec un billet vert fléchissant un peu autour de 1,30 dollar pour un euro, des taux longs qui monteraient un peu, tout en restant bas par rapport aux normes historiques, et des actions européennes en hausse modérée (+5 à 10%) et surperformant pour la deuxième année consécutive les actions américaines (de 0 à 5%).

Le principal risque qui pèse sur ce scénario central est probablement lié à l'évolution du dollar. En dépit du niveau astronomique du déficit extérieur américain attendu pour 2006 (plus de 800 milliards de dollars), on peut imaginer que la dépréciation du billet vert restera modérée l'année prochaine (voir graphique ci-dessous) : les taux d'intérêt aux Etats-Unis sont en effet sensiblement plus élevés que dans la zone euro et au Japon et, surtout, les banques centrales des pays émergents, qui restent réticentes à laisser leurs devises s'apprécier, devraient continuer à acheter du dollar. Deux éléments qui expliquent d'ailleurs déjà la surprenante tenue de la devise américaine en 2005.



**L'érosion du dollar** devrait rester modérée en 2006. La baisse de l'épargne des ménages américains, la hausse du prix du pétrole et la bulle immobilière pèsent sur le dollar, mais la faible croissance et les problèmes structurels affaiblissent l'euro.

**POUR L'INVESTISSEUR**  
Les taux d'intérêt à long terme ne devraient pas monter brutalement en 2006, même s'il faut s'attendre à une certaine volatilité.

**POUR L'INVESTISSEUR**  
Dans un scénario central, les taux longs monteraient légèrement et les actions européennes surperformeraient (+5 à 10%) les actions américaines (0 à 5%).



**POUR L'INVESTISSEUR**  
Dans l'hypothèse où l'euro monterait contre le dollar (si les banques centrales accélèrent la diversification de leurs réserves de change), la croissance de la zone euro serait pénalisée.

## Pour éviter l'appréciation de leurs devises, les pays émergents achèteront encore du dollar.

Divers éléments vont toutefois entrer en ligne de compte. D'abord, cette stabilité souhaitée de leurs devises n'empêchera pas les banques centrales de poursuivre la diversification progressive de leurs réserves de change vers la zone euro et on ne peut exclure que celle-ci soit ainsi victime d'une sorte de jeu de dupes, de nombreux pays maintenant globalement un haut niveau de compétitivité par leur intervention sur le marché des changes, en faisant monter l'euro et baisser le dollar. Une telle évolution serait certes plutôt favorable à nos taux d'intérêt, mais certainement pas à notre taux de croissance, au moins à court terme. Le nouveau système de change chinois, fondé sur l'ancrage du yuan sur un panier de monnaies et non plus sur le seul dollar, va dans ce sens. Par ailleurs, d'éventuelles bonnes surprises sur le plan de la croissance mondiale, possibles dans un contexte de crédit abondant à la condition que le prix du pétrole s'assagisse, rendrait le reste du monde moins dépendant des ventes

au consommateur américain ; une politique générale d'appréciation des devises face au dollar devenant du coup plus supportable.

D'un certain point de vue, le dollar est ainsi aujourd'hui sur un étroit chemin de crête. Si la croissance américaine ralentit sensiblement, il perdra le soutien qu'il a tiré en 2005 de la hausse des taux d'intérêt. Mais si la croissance est très forte, les banques centrales disposeront d'une plus grande marge de manœuvre pour affaiblir le lien qui unit de nombreuses devises au billet vert et la vaste zone dollar qui a permis le financement à bon compte du déficit extérieur américain sera menacée d'implosion. Dans un cas, ce sont les capitaux privés qui déserteraient, dans l'autre les capitaux publics... Alan Greenspan, grand expert des bulles financières, vient d'ailleurs de le rappeler au Congrès américain : « Un déficit extérieur de 6% du PIB ne peut pas durer indéfiniment. » O. D. et T. P.

(suite page 66)...

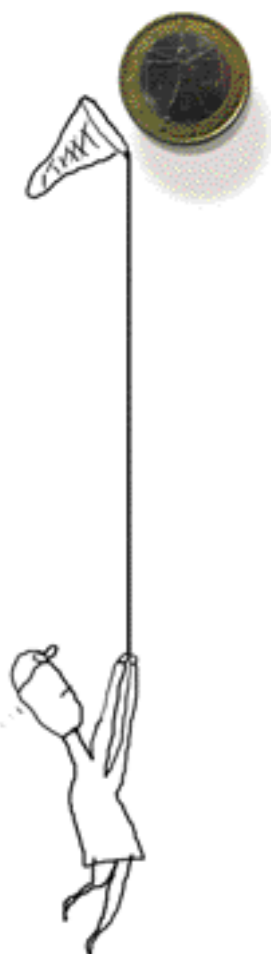
**POUR L'INVESTISSEUR**  
Si la croissance américaine ralentit sensiblement, le dollar perdra en 2006 le soutien qu'il a tiré cette année de la hausse des taux d'intérêt.



**POUR L'INVESTISSEUR**  
Un maintien des taux d'intérêt au niveau actuel ne permettrait probablement pas de « crever » ou de « dégonfler » la bulle immobilière.

# FONDS ALTERNATIFS

## Les vrais atouts



**POUR L'INVESTISSEUR** Investir dans les Aria de droit français permet de se libérer du risque juridique attaché aux produits exotiques et d'atténuer le risque lié au gestionnaire.

Les hedge funds arrivent en France. Depuis quelques mois, ils sont accessibles aux investisseurs privés un tant soit peu fortunés, sous la dénomination de fonds OPCVM Aria (à règles d'investissement allégées). L'Autorité des marchés financiers (AMF) a publié en mars 2005 les instructions qui en définissent les contours et les établissements financiers commencent à les commercialiser. Faut-il se laisser tenter par des rendements plus appétissants que le « monétaire » ou les obligations ?

Ces fonds d'investissement un peu spéciaux ont très mauvaise réputation. Aux Etats-Unis, où leurs encours représentent près de 600 milliards de dollars (280 milliards en Europe), ils défraient régulièrement la chronique. On se souvient de la déconfiture du fonds LTCM en 1998, qui avait perdu d'un coup 4 milliards de dollars pour avoir pris des positions risquées sur le rouble. Tout récemment, c'est une fraude spectaculaire qui faisait les gros titres : après avoir disparu dans la nature pendant plusieurs semaines, Samuel Israël III, le gérant des hedge funds Bayou, a avoué fin septembre avoir menti pendant plusieurs années sur ses performances. Il laisse aujourd'hui une ardoise de 450 millions de dollars...

Un tel scandale serait-il possible en France ? « La réglementation devrait limiter les risques », plaide Pauline Leclerc-Glorieux, adjointe du chef du service des prestataires et des produits d'épargne à l'AMF. Jusqu'à présent, les investisseurs français ne pouvaient acquérir un hedge fund qu'à l'étranger, sur des marchés offshore plus ou moins réglementés. Investir dans les fameux Aria de droit français leur permet non seulement de se libérer du risque juridique attaché aux produits exotiques, mais aussi d'atténuer le risque lié au gestionnaire. Ces hedge funds à la française, baptisés « fonds alternatifs », ne peuvent être émis que par des sociétés de gestion agréées par l'AMF. « Leurs dirigeants doivent être des professionnels hono-

rables et compétents, leurs actifs conservés par un dépositaire, leurs comptes régulièrement audités par des commissaires aux comptes... », précise Pauline Leclerc-Glorieux. L'AMF s'assure en outre que le gestionnaire s'est doté des moyens et des compétences nécessaires à la maîtrise de sa stratégie et au contrôle de ses risques.

Ces précautions laissent toutefois entier le danger essentiel lié aux hedge funds : le risque financier. Car leur grand principe, c'est la liberté. Le gérant d'un OPCVM « classique » doit se contenter d'acheter des titres (actions, obligations, etc.). Celui d'un fonds alternatif peut aussi les vendre, y compris à terme ou à découvert (c'est-à-dire sans les détenir), il peut utiliser des produits dérivés pour se couvrir, s'endetter pour accroître l'effet de levier... « Ainsi, il peut profiter de l'inefficience temporaire de certains marchés : jouer le différentiel entre deux actions, par exemple, ou les anomalies de prix entre instruments de taux d'intérêt », explique Alain Dubois, président du directoire de Lyxor Asset Management, une filiale spécialisée de la Société générale. En fonction des outils utilisés, les fonds alternatifs sont classés en une dizaine de stratégies différentes : la « long/short equity » consiste à agir sur des actions ; « arbitrage de convertible » joue l'inadéquation entre une obligation convertible et l'action sous-jacente ; « global macro » se base sur les évolutions divergentes d'économies locales, etc. Dynamisés par une gestion active, ces

**POUR L'INVESTISSEUR** Le gérant d'un fonds alternatif peut acheter mais aussi vendre des titres, y compris à terme ou à découvert. Il peut utiliser des produits dérivés pour se couvrir et s'endetter pour accroître l'effet de levier.

## LE B. A.-BA DES HEDGE FUNDS

**Hedge fund.** Terme anglais signifiant « fonds de couverture » ; utilisé pour désigner un organisme dont le rôle consiste à couvrir une position contre un risque de marché. Fonds d'investissement pratiquant la gestion « alternative » ou « décorrélée » visant à profiter non pas de la performance absolue d'un actif, mais de sa performance relative par rapport à un autre, permettant ainsi une couverture contre des évolutions absolues des actifs. A titre d'exemple, un hedge fund n'investira pas dans une action, mais dans un arbitrage entre une action et son secteur, ou entre une action et l'indice, devenant ainsi quasiment insensible à l'évolution absolue du marché actions.

**Produit dérivé.** Instrument financier construit à partir d'un titre ou d'un indice

« sous-jacent » permettant de réaliser des opérations sur l'avenir, pour se couvrir contre les écarts ou en tirer parti.

**Gestion alternative.** Gestion permettant de décorréliser les performances du portefeuille des performances des marchés. Elle s'oppose à la gestion traditionnelle.

**Fonds de fonds.** Fonds investi en OPCVM (FCP ou Sicav) au lieu d'être investi directement en actions ou en obligations. Dans une démarche de « multigestion », les fonds sous-jacents sont gérés par plusieurs gestionnaires d'actifs, appartenant souvent à différents groupes, afin de limiter le risque global, tout en maximisant le rendement.

**Fonds indiciel.** Fonds qui cherche à reproduire le plus fidèlement possible la performance d'un indice de marché, par exemple le CAC 40.

ILLUSTRATIONS : SERGE BLOCH

## Certains fonds affichent des rendements spectaculaires, qui peuvent dépasser 20% par an.

fonds voient leurs performances amplifiées grâce aux effets de levier : certains affichent des rendements spectaculaires. « Parfois, plus de 20% par an », témoigne Alain Dubois. Surtout, ils sont décorrélés des marchés traditionnels. L'indice S&P Hedge Funds a ainsi progressé de 13,5% en 2000, 9,4% en 2001 et 4,1% en 2002, alors que les Bourses s'effondraient partout dans le monde.

Mais comment apprécier le risque de ces hedge funds ? C'est bien toute la difficulté. Le petit porteur est naturellement familiarisé avec les risques liés aux actions, par exemple : il voit les indices évoluer et sait où trouver l'information correspondante. Rien de tel avec les fonds alternatifs. « Compte tenu de la complexité et de la variété des stratégies mises en œuvre, la nature de leur risque est bien plus difficile à comprendre », analyse Sophie von Straelen, fondatrice d'Astéris, une société d'études sur la gestion alternative. Et les indicateurs habituellement utilisés pour évaluer le risque, tels que la volatilité (l'amplitude

des variations d'un actif sur une courte période de temps), ne sont pas adaptés. « La volatilité mesure le risque moyen, mais ne prend pas en compte le risque extrême, c'est-à-dire l'accident grave se produisant très rarement », précise Noël Amenc, directeur du centre de recherche Edhec-Risk. Or c'est précisément ce risque extrême qui caractérise les fonds alternatifs : tout peut aller très mal du jour au lendemain. Bien malin qui peut aujourd'hui l'apprécier. « Tout le monde cherche, mais personne n'a encore trouvé d'indicateur universel permettant de le quantifier », confirme Pauline Leclerc-Glorieux.

D'où la prudence recommandée par les autorités de marchés, mais aussi par les professionnels : « Pour investir dans un tel fonds, il est absolument nécessaire de bien comprendre sa stratégie », insiste Erich Bonnet, cofondateur de la société de gestion spécialisée ADI. Et pour la comprendre, il faut disposer d'un minimum d'informations sur cette stra-

(suite page 68)...



**POUR L'INVESTISSEUR** C'est le risque extrême qui caractérise les fonds alternatifs. Or les indicateurs traditionnels, telle la volatilité, ne sont pas adaptés pour l'apprécier.

## Les OPCVM de fonds avaient collecté près de 14 milliards d'euros à fin septembre.

... (suite de la page 67)

tégie, ce qui n'est pas toujours le cas. Dans le souci de protéger le petit épargnant, l'AMF impose d'ailleurs aux particuliers un montant minimal d'investissement de 125 000 euros (10 000 euros s'ils déclarent un patrimoine financier supérieur à 1 million d'euros ou ont travaillé un an dans la finance).

Prudence et hedge funds seraient-ils donc incompatibles ? Pas totalement, à condition d'investir dans des fonds de hedge funds. « Bien diversifiés, ces fonds dits de multigestion alternative sont moins exposés au risque extrême : si l'un des hedge funds en portefeuille vient à défaillir, l'accident sera dilué », explique Gilles du Fretay, président de HDF Finance, spécialisé dans la multigestion alternative depuis 1986. Ces produits ont été introduits récemment (en 2003) dans la réglementation française sous l'appellation « OPCVM de fonds alternatifs » ou « Aria de fonds alternatifs ». Ils sont accessibles aux particuliers à partir de 10 000 euros. Ce cadre juridique offre une certaine protection. Les OPCVM de fonds alternatifs agréés par l'AMF peuvent aussi acheter des hedge funds étrangers, mais en suivant de strictes règles d'investissement : ceux-ci doivent être gérés par un gestionnaire lui-même contrôlé par une autorité de tutelle, leurs comptes doivent être audités par des commissaires indépendants, etc. Ils sont en outre soumis à des conditions de diversification. « Ils doivent être composés d'au moins seize fonds, aucun d'entre eux ne pouvant représenter plus de 10% du total », précise Pauline Leclerc-Glorieux.

Moins risqués que les fonds alternatifs, les OPCVM de fonds alternatifs affichent, par corollaire, des rendements moyens moins intéressants. Depuis un an, ils ont progressé en moyenne de 5% à peine en France, selon Morningstar,

alors que le CAC 40 grimpeait parallèlement de 20%. Mais ils ont mieux résisté dans la tourmente. « Nos fonds de multigestion alternative sur actions ont réalisé des performances cumulées de +30 à +45% sur les cinq dernières années, quand l'indice des Bourses mondiales MCSI World chutait de 37% », indique Gilles du Fretay.

Pas de miracles toutefois. « Même au sein d'un fonds diversifié, la défaillance d'un hedge fund peut provoquer une sévère contre-performance », avertit Pauline Leclerc-Glorieux. D'où la nécessité pour l'investisseur privé de prendre un certain nombre de précautions.

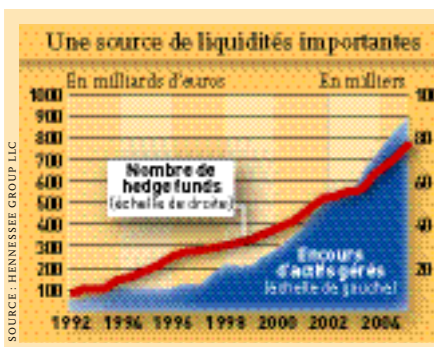
S'assurer du sérieux et de la compétence du gestionnaire, tout d'abord. « Il y a très peu de fonds alternatifs à la fois intéressants et accessibles : les identifier est un métier à temps plein, nécessitant expertise et expérience », souligne Gilles du Fretay. Regarder les performances passées de ses fonds, particulièrement pendant les périodes difficiles, et leur volatilité, si imparfait l'indicateur soit-il. S'assurer qu'ils sont suffisamment diversifiés, en nombre de lignes mais aussi en terme de stratégies. Enfin, règle de base de tout investissement financier, diversifier ses propres placements. « Ces fonds ne doivent pas représenter plus de 10 à 20% du portefeuille d'un particulier », estime Étienne Rouzeau, directeur de la multigestion alternative chez Natexis, l'une des premières banques à avoir formé son réseau à la vente d'OPCVM de fonds alternatifs.

Les banques elles-mêmes font preuve d'une grande prudence à l'égard de ces produits. Toutes ont à l'esprit les procès intentés à La Poste par des clients estimant avoir été mal informés lors de la vente d'un « fonds à promesse », Bénéfic, qui garantissait le capital investi mais seulement... jusqu'à un certain point. Le lancement des hedge funds français est donc assez timide : fin septembre 2005, les 182 OPCVM de fonds alternatifs avaient collecté 13,9 milliards d'euros et les 21 Aria, tout récents, à peine 3 milliards (à comparer aux 1 000 milliards d'euros pour le total des OPCVM), dont la grande majorité ont été souscrits par des investisseurs institutionnels. Mais les professionnels parient sur un engouement croissant des particuliers, une fois que ces produits, et les risques associés, auront été apprivoisés. A. F.

**POUR L'INVESTISSEUR**  
Même au sein d'un fonds diversifié, la défaillance d'un hedge fund peut provoquer une sévère contre-performance.

**POUR L'INVESTISSEUR**  
Ces fonds ne doivent pas représenter plus de 10 à 20% du portefeuille d'un particulier.

**POUR L'INVESTISSEUR**  
Les OPCVM de fonds alternatifs offrent une certaine protection : ils doivent être composés d'au moins seize fonds, aucun d'entre eux ne pouvant représenter plus de 10% du total.



**Avec 1 000 milliards de dollars d'encours gérés, les hedge funds constituent une source de liquidités importante pour les marchés. Mais leur croissance ultrarapide explique en partie la décroissance tendancielle de leur rendement.**