



PARIS, 9 JANVIER 2009

Sur les marchés cette semaine

Marchés et économies sont aujourd'hui dans un équilibre instable : les indicateurs restent largement négatifs mais la détermination des autorités monétaires et les moyens utilisés (taux d'intérêt, liquidités, recapitalisations et garanties bancaires) sont impressionnants. Un début de retour à un fonctionnement normal des marchés monétaires est indéniable mais ce n'est qu'une première étape et le système financier reste fragile.

Qu'ils appartiennent à la zone développée ou à celle des pays émergents, de nombreux gouvernements sont engagés dans des plans de relance mobilisant des ressources budgétaires importantes. Lorsqu'il sera annoncé, le plan américain devrait atteindre à lui seul 775 Mds \$, un effort d'autant plus nécessaire qu'avec un chiffre de 524 000 suppressions de postes au mois de décembre, le marché de l'emploi a continué à se détériorer aux Etats-Unis. Le taux de chômage atteint 7,2% de la population active (contre 6,8% le mois précédent).

Cette action sur deux fronts demandera du temps pour que ses effets émergent réellement. La baisse du prix des matières premières, et plus particulièrement celle du pétrole, restituée aux ménages le pouvoir d'achat dont ils avaient été privés au premier semestre 2008, apportant ainsi une contribution à la consommation. Au fur et à mesure que s'affirmeront les signes d'une stabilisation au cours du premier semestre, la perception des investisseurs devrait évoluer positivement, y compris dans un contexte encore difficile sur le plan des résultats des entreprises.

EUROPE

Le début d'année boursière a été encourageant, avec six séances consécutives de hausse du DJ Stoxx 600. Néanmoins, les nouvelles en provenance des sociétés restent mauvaises, avec de nouveaux avertissements sur les profits : Logitech révisé à la baisse son objectif annuel de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel tandis que British Airways annonce une chute de 3,4% du trafic « passagers » et de 6,8% du trafic « cargo ».

On notera également la recapitalisation de Commerzbank qui reçoit, en actions et titres hybrides, plus de 10 Mds € de l'Etat allemand et d'Allianz. Par ailleurs, l'Etat allemand n'a pu lever que 4 Mds € lors d'une adjudication obligataire sur les 6 Mds escomptés.

Les Etats européens se sont inquiétés en début d'année de la coupure des approvisionnements en gaz russe suite au différend entre la Russie et l'Ukraine, ce qui a contribué à la volatilité valeurs européennes du secteur des services publics.

Enfin, le 1^{er} janvier, la zone Euro a accueilli la Slovaquie.

FRANCE

Le marché parisien a débuté la semaine en territoire positif. Les valeurs cycliques (à l'image d'Arcelor Mittal) ont été portées par les espoirs placés dans les plans de soutien à l'économie, notamment aux Etats-Unis et en Allemagne (jusqu'à 50 Mds €), et par l'annonce du ralentissement de l'inflation dans la zone euro en décembre. De plus, la hausse des cours du pétrole, sur fond de tensions au Moyen-Orient, a contribué à doper les valeurs pétrolières (Total) et parapétrolières (CGG Veritas). Les mauvaises nouvelles en provenance de l'économie réelle sont venues contrecarrer cette tendance en milieu de semaine : l'annonce de la chute de 20% en décembre de l'activité « cargo » d'Air France a pesé sur le titre. De même, les valeurs de la distribution ont été pénalisées par les révisions à la baisse des prévisions de résultats de Wal-Mart, le numéro un mondial de la distribution. Au sein du secteur bancaire, les tendances restent mitigées : l'annonce d'un deuxième prêt de l'Etat français aux banques, d'un montant de 10,5 Mds €, a été bien accueillie par le marché mais les prévisions de pertes substantielles en 2008 pour Natixis ont fait rejaillir les craintes de recapitalisation, même si la banque semble exclure cette option tout en envisageant la possibilité de bénéficier de la deuxième tranche du prêt proposé par l'Etat. L'injection de 10 Mds € de la part de l'Etat allemand dans la banque allemande Commerzbank a aussi contribué à échauder le marché vis-à-vis du secteur bancaire.

ETATS-UNIS

Les indices américains ont commencé l'année en hausse avant de corriger en milieu de semaine, pénalisés par des publications de chiffres économiques très décevants (indicateur de confiance ISM, emploi) et sans perspective d'amélioration à court terme.

Le secteur de la consommation recule de 2% cette semaine, après un avertissement sur les résultats de Wal-Mart et la publication de ventes comparables en fort repli en décembre. Par ailleurs, Intel lance un nouvel avertissement sur ses résultats pour le dernier trimestre 2008, annonçant la détérioration de la demande pour les PC : les ventes devraient opérer un repli de 20% en séquentiel.

Dans ce contexte difficile, le futur président dévoile quelques lignes de son programme économique, indiquant qu'il faut agir rapidement avec un plan de relance de grande ampleur. Le montant de celui-ci s'élèverait à 800 Mds \$ sur 2 ans et viendrait accroître le déficit du budget estimé à près de 1 200 Mds \$ en 2009. Ce plan comprendrait une première tranche de baisses d'impôts pour 95% des foyers fiscaux, soit 500 \$ pour une personne seule et 1000 \$ pour une famille.

ASIE

Après une hausse de +7,5% sur les trois premiers jours de l'année (310 points sur le MSCI Asie hors Japon), l'indice des marchés asiatiques est rapidement retombé à son point de départ (288 points). Le marché indien, qui connaissait un beau rebond, a été frappé par le scandale SATYAM, société de services informatiques de premier plan qui a révélé, par le biais de son PDG démissionnaire, que ses bilans et comptes de résultats avaient été falsifiés au cours des années passées. Le titre a perdu 80%. A noter que nous n'avons pas d'exposition à cette valeur dans nos fonds. La Corée, l'Indonésie, la Malaisie et le marché chinois de Shanghai ont pris un bon départ et restent en hausse cette semaine.

Les derniers chiffres macroéconomiques publiés dans la région confirment la tendance à la baisse de l'activité pour le 4^e trimestre 2008. Les exportations de Taïwan, leader dans l'électronique, baissent de 41% sur une année glissante (un record) et les indications pour le premier trimestre 2009 restent très pessimistes. Même constat en Chine où la production manufacturière de décembre rebondit quelque peu, à 41,2 contre 38,8 en novembre (un plus bas historique pour la Chine), mais reste en deçà du seuil psychologique des 50 qui générerait plus d'optimisme. Malgré cette chute de la production, les inventaires n'ont pas encore commencé à baisser. Le processus devrait s'enclencher au cours du premier trimestre et s'étaler sur plusieurs mois. La production ne devrait pas reprendre significativement avant la fin du deuxième trimestre. Les banques centrales poursuivent leur politique de baisse des taux : c'est le cas en Corée, en Indonésie et à Taïwan cette semaine. Ces mesures de soutien à l'économie vont se poursuivre.

CHINE

Les actions A domestiques ont augmenté de 5% et les actions cotées à Hong Kong ont chuté de 5,5% cette semaine. Le Conseil d'Etat vient d'accorder la licence 3G à China Mobile, China Unicom et China Telecom. Les travaux visant à accroître le réseau devraient s'accélérer pour ces trois opérateurs. En décembre, la production et la consommation d'électricité ont continué de baisser de 9%. La Commission Nationale de Réforme et de Développement devrait favoriser les producteurs d'électricité compte tenu de leur taux d'endettement élevé et des pertes réalisées en 2008. Afin de promouvoir un développement sain du marché immobilier, la banque centrale a autorisé les banques à couper les taux d'emprunt-logement pour les résidences secondaires à 70% des taux standards. Cette mesure devrait inspirer un sentiment plus positif vis-à-vis du secteur. Bank of America et Li Ka-Shing, investisseurs stratégiques de China Construction Bank et de Bank of China ont vendu toutes ou une partie de leurs participations dans les banques chinoises. Cela confirme notre réticence vis-à-vis de ce secteur. Nous préférons l'assurance-vie.

INDE

En Inde, la semaine a été marquée par le scandale Satyam dont les comptes ont été manipulés pendant des années. Il convient de préciser que Saint-Honoré Inde n'était pas actionnaire de ce titre. Les investisseurs comprennent que ce cas devrait rester isolé et opèrent une grande discrimination à l'intérieur du même secteur. C'est le cas d'Infosys, seconde SSII indienne, perçue comme une des sociétés asiatiques ayant la meilleure gouvernance d'entreprise et qui est en hausse cette semaine. Les sociétés d'Etat comme Bharat Heavy Electricals sont moins pénalisées lors de cette correction.

Axis Bank a ouvert le bal des annonces des résultats trimestriels. En ajustant des éléments exceptionnels, les résultats sont en ligne, malgré une hausse attendue du taux de créances douteuses (taux à 0,9%). L'inflation continue sa baisse, à 5,91%.

Le syndrome Satyam risque de continuer à secouer le marché dans les prochaines semaines. Nous adoptons une attitude prudente à court terme mais nous restons raisonnablement optimistes pour les 12 prochains mois pour les raisons suivantes :

- le coût du capital devrait continuer de diminuer (le rendement des obligations d'Etat a diminué d'environ 300 pb sur les 6 derniers mois) ;
- les comptes courants devraient significativement s'améliorer avec la baisse du prix du pétrole (qui compte pour environ 40% du total des importations) ;
- un retour à la normal de la liquidité du système bancaire ;
- un niveau de valorisation raisonnable avec un PE inférieur à 10x.

BRESIL

Après avoir affiché une bonne performance la semaine dernière (+4%), le marché a poursuivi sa hausse avec +11% en \$ cette semaine. Les principaux points à retenir cette semaine : une amélioration des prévisions en matière d'inflation ; un placement réussi d'obligations souveraines de 1 Md de \$ pour un rendement de 6,13%, 370 pb au-dessus des obligations américaines, ce qui démontre un appétit plus élevé pour les actifs "à risque"; une production industrielle en dessous des attentes, ce qui devrait pousser la banque centrale à réduire les taux plus rapidement ; des ventes des voitures qui ont chuté de 19,7% sur une année glissante, chiffre légèrement meilleur qu'en novembre (-25%). Les secteurs leaders sont l'acier, les matières premières et les infrastructures. Compte tenu de la probable évolution très favorable pour les taux, nous avons un biais plutôt positif. Le marché se traite à 7,2x les bénéfiques en 2009, bien au-dessous de la moyenne de 10,4 des derniers 10 ans.

JAPON

La première partie de la semaine a été marquée par une hausse du marché (notamment sur les valeurs cycliques). Suite à la parution des chiffres de l'emploi privé américain et le warning de Intel, le marché a observé un retrait avec une prise de profit sur les valeurs cycliques et une remontée des titres défensifs.

Par ailleurs, les quelques résultats publiés dans le secteur de la distribution (Seven 11 et Aeon) sont sans surprise. En décembre, les chiffres restent décevants dans les grands magasins et supermarchés. Le taux d'occupation de l'immobilier de bureau continue à se dégrader à Tokyo avec des loyers qui sont désormais en recul. Les sociétés industrielles commencent à annoncer des mesures de réduction des coûts fixes (emplois) et continuent d'abaisser leur production (cas de TDK). Toyota va observer 11 jours de fermeture en février dans toutes ses usines au Japon. Le même phénomène aura lieu dans le secteur pétrochimique. Le recul des cours du pétrole en fin de semaine a impacté les titres comme Mitsui et Inpex. De nombreuses annonces de réduction de coûts variables et fixes supplémentaires sont attendues en janvier ainsi qu'une baisse des capex pour 2009, avant ou pendant l'annonce des résultats du 3^e trimestre, fin janvier.

Enfin, le gouvernement japonais souhaite abaisser la taxe sur les plus-values de 40% sur les fonds étrangers actionnaires de sociétés japonaises et jusqu'à 25% pour encourager la venue de fonds de private equity au Japon.

Le portefeuille vise un équilibre entre les valeurs défensives (services publics, télécoms, pharmacie) et les titres cycliques de qualité qui commenceront à être achetés dès les premiers signes d'amélioration.

MATIERES PREMIERES

Ce début d'année est marqué par des perturbations techniques importantes sur les cours des ressources naturelles. En effet, le rebalancement des principaux indices physiques a mis une pression acheteuse sur les cours des matières premières ayant le plus baissé l'an dernier. Passé cet effet purement technique, les cours ont repris leur chemin baissier, emportés par de nouvelles mauvaises nouvelles sur la demande. Le pétrole termine la semaine en baisse de 6%. Malgré la rigueur hivernale et la résurgence de risques géopolitiques (conflit militaire Israëlo-Palestinien et conflit gazier entre la Russie et l'Ukraine), le cours du pétrole a rechuté après l'annonce de stocks qui sont toujours en nette augmentation. Toutefois, les coupes de production de l'OPEP sont en train de se mettre en place et les taux de détérioration de la demande deviennent moins négatifs...

L'or baisse légèrement de 2%. Il a, pour sa part, été pénalisé par le rebalancement des indices physiques (puisqu'il n'a pas baissé en 2008). Quelques chiffres de décroissance de la demande liée à la bijouterie ont été annoncés cette semaine mais la demande, dite d'investissement (pour se protéger des risques du système financier), est toujours très bien orientée.

Les métaux de base ont largement bénéficié du rebond technique en tout début d'année et ressortent en hausse de 3% cette semaine. Toutefois, les stocks sont toujours en hausse.

CONVERTIBLES

Le marché des convertibles a connu un excellent début d'année et poursuit son rallye entamé au mois de novembre. Ainsi, le marché, comme mesuré par notre indice de référence, l'Exane ECI Euro, augmente de 3,58% depuis le début de l'année. Le marché d'actions, quant à lui, est en hausse de plus de 4% et l'environnement du crédit se resserre légèrement. Les mouvements sur le marché des convertibles sont essentiellement animés par des dossiers de type « non investment grade » de maturité moyenne. La première semaine de janvier n'a pas vu de nouvelles émissions ni de remboursements.

ALLOCATION D'ACTIFS

Bien que la volatilité ait baissé depuis ses plus hauts (de 70 en moyenne – avec deux pointes à 80 – à 40 environ), le retour aux valeurs historiques moyennes (entre 15 et 20) est loin d'être accompli. Le retour de l'appétit pour le risque, qui a mené à la reprise des marchés depuis la mi-décembre, reste fragile face aux indicateurs économiques.

Depuis le dernier point hebdomadaire (valeurs au 18 décembre), la performance (en monnaie locale) des principaux indices a été la suivante :

S&P 500	+2,8%
Euro Stoxx 50	+2,6%
TOPIX	+2,6%

Ayant fini l'année en ligne ou un peu au-dessus de leur niveau du 18 décembre, les grands marchés ont connu un bon début d'année qui a été suivi d'une correction au cours des dernières séances.

Les marchés émergents ont baissé de 2% sur la période, en euro.

En termes relatifs, c'est le marché des obligations d'Etat qui a montré le mouvement le plus violent depuis le milieu du mois de décembre. Après avoir fortement baissé pour atteindre 2,05% le 30 décembre (il était de 3,95% à la fin du mois d'octobre et de 2,92% à la fin du mois de novembre), le rendement de l'obligation à 10 ans du Trésor américain a corrigé pour s'établir à 2,49% le 7 janvier. En Europe, le Bund 10 ans a terminé 2008 sur un rendement voisin de 2,90%. La correction a amené ce rendement à 3,20% mais il est reparti à la baisse (3,09%) hier.

La parité euro/dollar s'est également révélée volatile, notamment en séance, avec des extrêmes de 1,33 et 1,43.

Dans un contexte où la baisse des volatilités ne s'est pas encore traduite par une hausse significative des cours boursiers, nous entamons l'année avec une légère surpondération dans nos allocations sur les marchés actions, via les marchés européens. Sur les marchés des taux d'intérêt, la variabilité croissante des rendements des deux côtés de l'Atlantique nous amène progressivement à être plus mobiles et nous cherchons ainsi à gérer nos sensibilités au risque de taux de manière plus tactique. Par ailleurs, nous conservons nos vues sur la réduction du différentiel de taux entre les taux européens (Euro et UK) et les taux américains. Sur les devises, nous sommes repassés neutres à l'approche des points que nous guettions - aux alentours de 1,40.

Performances nettes en % arrêtées au 08/01/2009

Libellé du fonds (Date création)	YTD		1 an		5 ans		Annualisée Depuis création		Date de VL
	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	Perf.	Ecart	
Indice actuel									
Rendement									
Tricolore Rendement (C) (04/12/1998) <i>SBF 120 (EUR)</i>	2,74 3,51	-0,77	-24,84 -39,45	14,81	29,08 -6,09	35,15	10,20 -0,30	10,50	08/01/2009
Europe Rendement (C) (02/09/1999) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	2,58 5,26	-2,68	-28,84 -40,92	14,08	18,15 -12,04	30,19	2,53 -4,10	6,63	08/01/2009
Amérique Rendement (C) (28/12/2000) <i>S&P 500 Composite (EUR)</i>	5,32 2,06	3,26	-28,88 -29,81	0,93	-18,76 -25,48	6,70	-3,93 -8,21	5,28	08/01/2009
Asie Rendement (C) (27/05/2002) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	1,17 1,93	-0,76	-48,32 -48,62	0,30	7,45 1,14	6,31	2,88 -2,13	5,01	08/01/2009
Opportunités									
Tricolore (C) (26/01/1981) <i>CAC 40 (EUR)</i>	3,78 3,31	0,47	-29,86 -39,51	9,65	12,20 -7,47	19,67	10,41 -	-	08/01/2009
Saint-Honoré Asie Opportunités (A) (10/05/1993) <i>MSCI AC Asia ex. Japan (EUR)</i>	1,51 1,93	-0,42	-54,82 -48,62	-6,00	5,64 1,14	4,50	-0,23 -0,25	0,02	08/01/2009
Saint-Honoré Chine (A) (08/04/1998) <i>MSCI China (EUR)</i>	0,72 -0,24	0,96	-50,41 -47,76	-2,65	43,51 39,97	3,54	7,32 -3,59	10,91	08/01/2009
Saint-Honoré Emerging Opportunités (A) (15/03/2006) <i>MSCI Emerging Market Free (EUR)</i>	3,87 3,36	0,51	-54,22 -49,16	-5,06	-	-	-15,35 -13,89	-1,46	08/01/2009
Selective Recovery (A) (09/06/2008)	5,43	-	-	-	-	-	-	-	08/01/2009
Thématique									
Ecosphere Europe (A) (28/09/2007) <i>Dow Jones Stoxx 600 (EUR)</i>	3,90 5,25	-1,35	-47,15 -40,93	-6,22	-	-	-40,43 -37,04	-3,39	08/01/2009
Saint-Honoré Europe Synergie (A) (05/12/2006) <i>MSCI Europe (EUR)</i>	5,96 5,26	0,70	-28,86 -40,92	12,06	-	-	-14,72 -22,13	7,41	08/01/2009
Saint-Honoré Vie et Santé (A) (30/04/1985)	2,99	-	-21,51	-	-3,34	-	6,24	-	08/01/2009
Infrasphere (A) (28/12/2007)	3,92	-	-28,93	-	-	-	-28,43	-	08/01/2009
Allocation d'actifs									
LCF Avisé (27/02/1997) <i>80% TEC 5 Capitalisé (EUR) + 15% MSCI World (Local) + 5% MSCI Europe (EUR)</i>	La stratégie d'investissement de ces fonds ayant été modifiée le 30 juin 2008, les performances ne peuvent être communiquées en raison d'un historique insuffisant.								07/01/2009
LCF Patrimoine (10/05/2002)	La stratégie d'investissement de ces fonds ayant été modifiée le 30 juin 2008, les performances ne peuvent être communiquées en raison d'un historique insuffisant.								07/01/2009
LCF Dynamique (20/02/1997) <i>80% MSCI World (Local) + 20% TEC 5 Capitalisé (EUR) + 20% MSCI Europe (EUR)</i>	La stratégie d'investissement de ces fonds ayant été modifiée le 30 juin 2008, les performances ne peuvent être communiquées en raison d'un historique insuffisant.								07/01/2009
LCF CROISSANCE GLOBALE (30/09/2008) <i>50% MSCI World (EUR) + 50% MSCI Emerging Market Free (EUR)</i>	4,61 5,46	-0,85	-	-	-	-	-	-	07/01/2009
Equilibre Discovery (01/09/1998) <i>50% L.B Euro Agg. Treasury 3-5 ans TR (EUR) + 45% MSCI Europe ex. Suisse (EUR) + 5% CAC Small 90 (EUR)</i>	1,50 3,29	-1,79	-12,94 -19,68	6,74	18,16 5,17	12,99	5,09 1,88	3,21	07/01/2009
Multigestion									
Multi Alternatif Equilibre Euro (C) (23/11/2001) <i>2% par an capitalisé + Eonia Cap. (EUR)</i>	-	-	-19,87 6,22	-26,09	4,10 28,12	-24,02	1,38 5,06	-3,68	28/11/2008
Multi Alternatif Explorer M (14/09/2004)	0,00	-	-	-	-	-	8,93	-	31/12/2008
Multi Alternatif Select (I) (21/03/2003) <i>Eonia Capitalisé (EUR)</i>	-	-	-	-	32,93 16,04	16,89	6,23 2,92	3,31	28/11/2008
Multi Alternatif Equity (C) (18/12/2006)	-	-	-25,14	-	-	-	-13,17	-	28/11/2008

* La date de début de gestion servant de référence au démarrage des performances correspond à la date à laquelle le portefeuille répond à l'orientation de gestion.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. *La date de début de gestion servant de référence au démarrage des performances correspond à la date à laquelle le portefeuille répond à l'orientation de gestion. **Indice composite de Performance Discovery : 50% MSCI AC World Free (EUR) + 45% MSCI Europe ex. Suisse (EUR) + 5% CAC Small 90 (EUR).

Achevé de rédiger le vendredi 9 janvier à 18h15.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment du Groupe LCF Rothschild et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie du Groupe LCF Rothschild ou de ses filiales. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment du groupe LCF Rothschild et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. Edmond de Rothschild Asset Management est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le n°332 652 536 R.C.S. Paris

Principaux risques des OPCVM : risque actions, risque taux, risque crédit, risque lié aux pays émergents, risque de gestion discrétionnaire, risque de change, risque de perte en capital. Multi Alternatif Select, Multi Alternatif Equilibre et Multi Alternatif Explorer M sont des OPCVM de fonds alternatifs (« ARIA 3 »). Ils ne sont pas soumis aux mêmes règles que les OPCVM « tous souscripteurs » et peuvent donc être plus risqués. Seules les personnes mentionnées à la rubrique « souscripteurs concernés » du prospectus simplifié peuvent souscrire des parts de ces OPCVM.

La souscription ou l'acquisition des parts ou actions de ces OPCVM, directement ou par personne interposée, est réservée aux investisseurs mentionnés à l'article 413-13 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Lors de la première souscription dans un de ces OPCVM, l'investisseur doit déclarer par écrit qu'il en a été dûment averti. Les OPCVM précités sont exclusivement destinés à être commercialisés auprès de personnes résidentes en France. Ce document ne saurait être assimilé à offre d'achat ou de vente ou une activité de promotion pour des parts des fonds précités dans une juridiction autre que la France. Aucun des produits et/ou services ne peut être proposé à une personne si la loi de son pays d'origine ou de tout autre pays qui la concernerait ou concernerait le produit ou le service l'interdit. A titre d'exemple, les produits et services ne sont pas disponibles à la vente aux Etats-Unis ni dans aucun de leurs territoires ou possessions. Ils ne sont pas non plus commercialisés auprès des personnes morales ou physiques américaines ni auprès de citoyens américains ou citoyens du Royaume-Uni. Le groupe LCF Rothschild et ses filiales conseillent donc à toute personne intéressée de s'assurer préalablement qu'elle est juridiquement autorisée à souscrire des produits et/ou des services précités.