

STRATÉGIE & MARCHÉS

Récession, volatilité... Que faire en 2009 ?

Le risque s'est immiscé partout en 2008, jusque dans les fonds monétaires, si bien que les investisseurs sont aujourd'hui devenus « risk adverse ». Vers quel actif se diriger, pour quel risquelreward ? Voilà l'une des questions de ce début d'année.

Dès les premières séances de cette nouvelle année, quelques actifs délaissés en 2008 ont regagné rapidement du terrain :

reprise des actions, des matières premières, du dollar, de la livre... Pourtant, d'après les sondages auprès des investisseurs, la prudence et la sécurité sont les valeurs les plus recherchées. Difficile dilemme car **la sécurité absolue, représentée par les signatures gouvernementales, est aujourd'hui très chère :** en France, les bons du Trésor de 3 mois à 2 ans offrent des rendements de l'ordre de 1,7 %. Les emprunts d'État à long terme se négocient autour de 3 %. Pire, aux États-Unis, on a vu quelques séances avec des rendements négatifs sur des bons du Trésor à court terme, ce qui signifie que les investisseurs ont été prêts à payer pour confier leur argent à l'État.

Cette situation reflète les inquiétudes sur les perspectives économiques où une situation de quasi-déflation est désormais « pricée ».

La croissance mondiale sera de l'ordre de 0,5 % en 2009, avec probablement à peine plus de 5 % pour les pays émergents. Ceci tranche sérieusement avec le rythme des années 2005/2007, à savoir plus de 5 % d'expansion dans le monde.

Les politiques monétaires vont donc rester accommodantes. Il ne reste plus de marge de manœuvre aux États-Unis et au Japon où les taux directeurs sont désormais quasi nuls. En Europe, la BCE devrait assez rapidement procéder à une nouvelle détente de 50 pb, ce qui les porterait à 2 %. Dans ces conditions, la courbe des taux n'a que peu de raison de se modifier et il n'y a effectivement pas grand risque à rester investi sur les titres gouvernementaux. Mais les gains en capital, s'il y en a, seront faibles et il y a probablement matière à trouver de meilleurs placements en termes de rendement/risque.

LES OBLIGATIONS PRIVÉES

Les titres qui composent l'indice Euro corporate ML, 1500 émetteurs de maturité moyenne de

5 ans, présentent actuellement un différentiel de rendement élevé de l'ordre de 430 pb avec les emprunts gouvernementaux. On peut ainsi assez facilement trouver des obligations émises par des noms de bonne qualité qui offrent des rendements de 5 à 6 % sur des durées de 5 à 8 ans. Sur les titres « High Yield », le différentiel est de 2200 pb. Attention à la liquidité, mais pour un investisseur de long terme, ce type de placement est attractif actuellement.

LES ACTIONS

Les valorisations sont à leurs plus bas niveaux depuis 25 ans, quels que soient les indicateurs considérés. En termes de PER, les indices actions US et européennes S&P 500 et Stoxx 600 capitalisent 10 fois les bénéfices moyens des 5 dernières années, ce qui donne une bonne idée sur un cycle complet depuis la dernière récession. Les prix sur les valeurs d'actifs sont également revenus à de faibles niveaux, autour de 1,5 en moyenne internationale, avec près de 1 en Europe et moins de 1 au Japon.

D'une façon générale, les prochains mois seront marqués par une succession de mauvaises statistiques économiques, ce qui va entretenir un niveau de volatilité probablement encore assez élevée.

Le moral des investisseurs, particulièrement outre-Atlantique, s'améliorera-t-il avec l'avènement d'une nouvelle « Dream team » US, en référence au tandem emblématique « Clinton/Greenspan » des années 90 ?

Le Président de la Fed est un spécialiste de la crise de 29, ça tombe bien. Le nouveau Président Obama incarne une ère nouvelle et suscite beaucoup d'espoir. Il faut reconnaître que tout le monde est soulagé par la fin des deux mandats du Président Bush, marqué par deux récessions, deux krachs boursiers, les attentats du 11 septembre 2001, une guerre...

Jean-Marie Mercadal

Sommaire

• ANALYSE

2009, année pivot pour les taux obligataires ? – Étienne Pourny

• STRATÉGIE D'ALLOCATION

OFI Palmarès Bond – Grégoire Marière

• PRINCIPAUX INDICATEURS CHIFFRÉS

David Laup

• MULTIGESTION ALTERNATIVE

Pierre Molinéro

• INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Jérôme Thiry

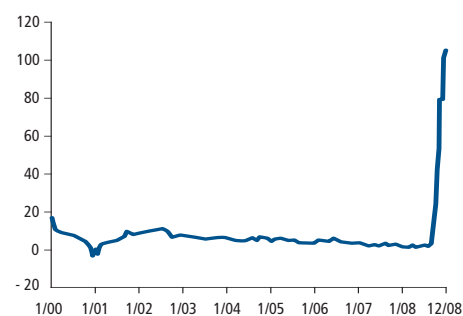
• PERFORMANCES DE NOS FONDS

ANALYSE

2009, année pivot pour les taux obligataires ?

L'année 2008 s'est terminée sur une situation sans précédent sur les marchés de taux d'intérêt. Fin décembre, les emprunts d'État affichaient les rendements les plus bas jamais observés depuis que le Trésor américain procède à des émissions sur un rythme régulier : le 30 décembre les taux à dix ans touchaient un niveau de 2,05 %. Sur la zone Euro, on a atteint 2,90 % sur la même maturité pour terminer l'année à 2,95 %. La crise financière qui a débouché sur une récession, la baisse du prix du pétrole qui a fait baisser sensiblement des indices de prix très élevés et les baisses de taux directeurs généralisées sont à l'origine de cette évolution. Les références à la crise de 1929 et à l'évolution du Japon ont été fréquentes dans la période. *suite p. 2*

Évolution de la base monétaire aux USA en pourcentage annuel



Source : Bloomberg

▷ suite de l'article p. 1

ANALYSE

Crise de la dette : s'il faut choisir, les États-Unis en sortiraient par l'inflation et non par la déflation

Les grands pays industrialisés souffrent d'un excès d'endettement. Le transfert vers l'État d'une partie de la dette du secteur privé constitue une réponse dans l'urgence. Elle ne résout pas le problème de fond.

Depuis 2001, la Réserve Fédérale a abandonné l'orthodoxie monétaire dans les phases difficiles pour l'économie et/ou les marchés financiers. La règle de Taylor n'est plus utilisée. La Banque Centrale américaine a tenté un retour à la normale entre 2004 et 2006. Cette tentative a été interrompue par la crise du crédit.

Aux taux monétaires anormalement bas ont répondu naturellement des taux obligataires également trop bas. Les taux réels sur les emprunts d'État à 10 ans ont été de 1,65 % depuis le début des années 2000 alors qu'ils avaient été de 2,85 % en moyenne sur les quatre décennies précédentes. Cette dernière valeur est cohérente avec la théorie économique applicable à une grande économie fonctionnant sur le modèle libéral. La neutralité de la politique monétaire se situe 2 % au-dessus de l'inflation (règle de Taylor) et un investissement à 10 ans justifie une prime de risque de 1 % environ.

Les explications avancées par la Réserve Fédérale ces dernières années sont difficiles à accepter. À l'origine du « conundrum » obligataire, une expression employée par Alan Greenspan en 2004, se trouverait un « savings glut » de pays tels que la Chine. Cette formule est de Ben Bernanke. On pourrait répondre qu'à cet excédent d'épargne fait face le déficit courant des États-Unis, qui est en croissance structurelle depuis longtemps. L'explication des taux trop bas serait in fine un déficit.

Pour justifier la situation, on cite parfois le Japon, dont le ratio dette sur PIB atteint maintenant environ 180 % et qui vit avec des taux à 10 ans compris entre 1 et 2 % depuis longtemps. C'est oublier l'épargne japonaise qui se traduit par un excédent des paiements courants.

Nous pensons que **1. les niveaux de taux réels observés** plusieurs fois depuis 2003 **ne sont pas des niveaux d'équilibre**, **2. la situation des États-Unis n'est pas comparable à celle du Japon** et **3. les autorités américaines**, si elles sont un jour confrontées à un problème d'excès d'endettement, **en sortiraient par la création monétaire et donc par l'inflation :**

1. La crise financière amorcée en 2007 et qui a connu son paroxysme après la faillite de Lehman **est arrivée au moment où le taux d'épargne des ménages était tombé en dessous de zéro.** Ils ne pouvaient pas s'endetter davantage pour consommer. L'économie américaine fonctionnait depuis trois décennies sur un modèle de croissance tirée par la consommation dans un contexte de stagnation des salaires réels. Il fallait donc consommer de plus en plus à crédit. Cela a nécessité des taux de plus en plus bas. Ce modèle est épuisé.

2. Le marché obligataire japonais est un marché domestique qui fonctionne sur un modèle quasi administré. La poste japonaise, avec l'épargne des ménages, achète sans rechigner des emprunts d'État qui ne rapportent presque rien. Les investisseurs américains sont incapables de procéder durablement de la sorte, selon nous.

3. L'énergie déployée par les autorités américaines depuis la faillite de Lehman **et les choix faits par la Réserve Fédérale**, engagée maintenant dans une voie de création monétaire ex-nihilo, **nous font**

penser que les États-Unis, réellement confrontés à un choix par un excès d'endettement, **choisiraient d'en sortir par l'inflation.**

Depuis les années 1980, le monde développé a vécu sur un modèle qui s'appuyait sur trois piliers principaux : économie de l'offre, développement du commerce international et partage de la valeur ajoutée au bénéfice de l'actionnaire. Cela s'est fait dans un contexte de politique monétaire orthodoxe. Les premiers signes de fatigue du modèle ont été compensés par une politique monétaire laxiste, qui a fonctionné pendant quelques années.

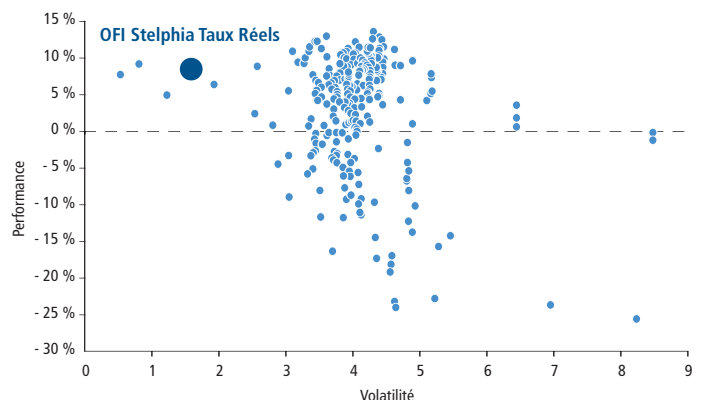
Dans les années 2000, les liquidités abondantes sont allées essentiellement sur les marchés d'actifs. La remise en cause du modèle en vigueur depuis trente ans va modifier la donne : un des objectifs du Président Obama est la croissance des salaires. Ce sont des mots qui avaient disparu du discours politique depuis longtemps.

C'est tout le monde développé qui s'apprête à connaître des changements importants qui amèneront une remise en cause du modèle de l'offre. C'est un facteur de désinflation structurelle qui va s'estomper progressivement. Dans un tel contexte, l'excès de liquidités aura un effet sur les prix à la consommation.

Au sortir de la crise, il nous semble que non seulement les prix à la consommation repartiront à la hausse, notamment du fait d'une reprise probable du prix du pétrole mais que les taux réels retourneront à des niveaux plus proches des moyennes de long terme.

La sécurité des emprunts d'États est aujourd'hui encore bien rassurante mais leurs rendements sont actuellement tout à fait insuffisants. Pour bénéficier de cette sécurité mais tirer parti d'une probable hausse des taux à l'horizon des prochains trimestres, un fonds investi en Govies et doté d'une sensibilité légèrement négative semble le meilleur produit. **Le couple risque/rendement d'OFI Stelphia Taux Réels sur les trois dernières années est là pour témoigner de la pertinence de ce type de stratégie.**

Étienne Pourny

Obligations Euro Long Terme
du 30/12/05 au 31/12/08

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

Source : EuroPerformance

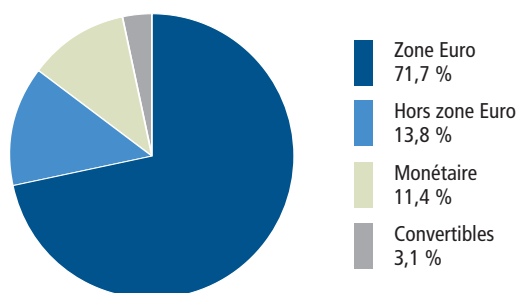
STRATÉGIE D'ALLOCATION

OFI Palmarès Bond

Décembre a encore été caractérisé par une forte volatilité sur les marchés de taux. Les spreads de crédit ont débuté le mois en atteignant de nouveaux plus hauts historiques (l'indice iTraxx X-over a dépassé les 1100 points) pour ensuite se détendre jusqu'en fin d'année. La Fed et la BCE ont, encore une fois, réduit leurs taux directeurs de 75 pb chacune, les ramenant respectivement à 0,25 et 2,50 %. Les rendements gouvernementaux à 10 ans ont de leur côté atteint des plus bas, fin décembre (2,05 % aux US et 2,91 % en Allemagne) pour ensuite se retendre nettement en début d'année (respectivement + 28 et + 20 pb). De leur côté, les obligations indexées sur l'inflation – qui avaient été durement touchées jusqu'à fin octobre – se sont nettement reprises.

OFI Palmarès Bond profite donc sur la période de son exposition au crédit et à la dette émergente européenne. De plus, les arbitrages effectués pour se recentrer sur son indice ont été bénéfiques, notamment pour la partie du portefeuille investie en titres indexés sur l'inflation. La diversification en obligations convertibles a également contribué positivement même si sa pondération a été diminuée.

RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE



INDICE DE RÉFÉRENCE

JPM EMU Aggregate

VALEUR LIQUIDATIVE AU 5/01/09 (en euros) **121,20**

PERFORMANCES AU 5/01/09

1 semaine	0,35 %
Début d'année	0,16 %
Sur 1 an glissant	- 5,47 %

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE

NOM DU FONDS	POIDS
OFI EURO MOYEN TERME	17,5 %
PETERCAM BOND EURO CAP	15,1 %
LYXOR ETF EUROMTS GLOBAL	10,0 %
BOISSY PREMIERE	9,8 %
OFI EUROPA BOND RETURN	4,7 %
OFI INTERNATIONAL BOND RETURN	6,1 %
SINOPIA OBLIG INFLATION	6,1 %
OFI STELPHIA TAUX RÉELS	4,8 %
OFI EURO SIGNATURES	4,3 %
OFI CONVERTIBLES	3,1 %
OFI EURO CREDIT HIGH YIELD	4,0 %
OFI SINGLE SELECT STELPHIA EMERGING EUROPE BOND	3,1 %
OFI TRÉSOR	11,4 %

PRINCIPAUX INDICATEURS CHIFFRÉS

Source : TF Datastream

INDICES AU 6/01/09 En euros	Dernier Devisé locale	Tendance	Performances en %		
			1 semaine 30/12/08	2009 31/12/08	1 an 8/01/08
CAC 40	3 396,22	▲	5,57	5,54	- 38,20
DJ Stoxx 600	212,87	▲	8,11	7,32	- 39,77
Dow Jones industriel	9 015,10	▲	9,98	7,23	- 21,01
Nasdaq composite	1 652,38	▲	12,68	9,38	- 25,32
Nikkei 225	9 080,84	▲	3,77	2,74	- 19,92
Nikkei 300	179,11	▲	3,62	2,59	- 20,02
MSCI monde	949,69	▲	9,64	7,73	- 31,40
Performances en %		Tendance	1 semaine	31/12/08	1 an
Euro/USD	1,33	▼	- 5,43	- 4,20	- 9,34
Pétrole – Panier Opep (US dollar/baril)	48,54	▲	23,86	23,86	- 49,70
Or (US dollar/once)	845,50	▼	- 2,98	- 1,94	- 3,32
	Dernier niveau	Tendance	1 semaine	31/12/08	1 an
Zone Euro : Directeur (refi BCE)	2,50	▷	2,50	2,50	4,00
Zone Euro : Taux 10 ans	3,14	▲	2,94	2,94	4,16
États-Unis : Directeur (Fed)	0,25	▷	0,25	0,25	4,25
États-Unis : Taux 10 ans	2,51	▲	2,09	2,25	3,84

MULTIGESTION ALTERNATIVE

Le blues des stock-pickers

Avec une baisse moyenne des indices de - 24 %, l'année 2008 marque un tournant pour l'univers des Hedge Funds. L'une des stratégies les plus touchées par cette crise est sans conteste le Long/Short Equity. Alors qu'elle est censée protéger les investisseurs de la baisse des marchés, l'indice Tremont Long/Short Equity est en baisse de - 29 % sur l'année. On s'aperçoit pourtant que tous les gérants n'ont pas failli dans leur tâche, bien au contraire. Les gérants avec une allocation dynamique, basée sur une analyse économique, s'en sont parfois très bien sortis. C'est le cas du fonds **Jupiter Hyde Park**, qui finit l'année en hausse de + 12 %. Le gérant avait notamment bien identifié le thème de la baisse des valeurs financières.

En revanche, les gérants stock-pickers sont à la peine. Ce style de gestion se caractérise par une sélection de titres essentiellement basée sur une approche de valorisation des sociétés. Les gérants s'intéressent assez peu aux données macroéconomiques ou aux thématiques sectorielles pour se concentrer sur des critères de valorisation permettant de détecter les titres surévalués ou sous-évalués. Or, ces critères se sont révélés inefficaces en 2008, dans un marché dominé par les flux.

En effet, **2008 a surtout été marquée par des thématiques et par un mouvement de deleveraging, ce qui a abouti à la forte baisse de certaines valeurs sans fondamentaux.** La violence de ce mouvement est sans commune mesure avec la période 2000-2003. À cette époque, les stock-pickers avaient parfois souffert mais ils avaient limité leur baisse par rapport au marché actions. Ce n'est plus du tout le cas en 2008. Prenons l'exemple du fonds **Ellerston**, géré depuis Sydney par Ashok Jacob, qui investit à la fois sur les pays développés et émergents. En 2002, ce fonds

était en hausse de + 10 % alors que le S&P 500 perdait - 23 %. En 2008, ce fonds a perdu - 24 %. Encore plus flagrant, le fonds **Kinetics**, géré par Peter Doyle, avait toujours réalisé des performances annuelles supérieures à 10 % depuis 2000. Il est en baisse de - 60 % en 2008.

Ces fonds ont maintenu leurs positions dans la baisse car leur analyse s'est focalisée sur la valeur intrinsèque de certaines sociétés. L'année qui vient de s'écouler les laisse désorientés. Nous restons pourtant très confiants sur les gérants que nous avons en portefeuille. Les mouvements de vente forcée ont immanquablement créé des opportunités dans les marchés actions et ces gérants sont les mieux placés pour en profiter. **Après une année 2008 où le bêta a eu tendance à prédominer, l'alpha pourrait faire son retour en 2009.**

STRATÉGIES ALTERNATIVES

Indices alternatifs				
Indices	Devise	Month-to-date	Year-to-date	Date
HFR Global	EUR	- 0,8 %	- 23,6 %	31/12/08
CSFB-Tremont Global	USD	- 5,4 %	- 25,2 %	31/12/08
Convertible Arbitrage	USD	- 10,6 %	- 52,0 %	31/12/08
Dedicated Short Bias	USD	- 1,5 %	- 5,6 %	31/12/08
Emerging Markets	USD	- 4,0 %	- 40,7 %	31/12/08
Equity Market Neutral	USD	- 25,7 %	- 33,0 %	31/12/08
Event Driven	USD	- 4,6 %	- 18,9 %	31/12/08
Fixed Income Arbitrage	USD	0,1 %	- 31,6 %	31/12/08
Global Macro	USD	- 5,2 %	- 22,2 %	31/12/08
Long/Short Equity	USD	1,4 %	- 29,4 %	31/12/08
Managed Futures	USD	2,0 %	20,1 %	31/12/08
Multi-Strategy	USD	- 8,6 %	- 33,1 %	31/12/08

Source: OFI AM

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

CETTE SEMAINE

WAITING FOR OBAMA

Le rebond des marchés – actions et crédit – s'avère moins linéaire qu'espéré du fait d'annonces macroéconomiques qui mélangent toujours le pire au moins mauvais. Aux États-Unis, c'est l'indice ISM non-manufacturier qui a surpris dans le bon sens en remontant en décembre à 40,6 après un point bas historique de 37,3 touché en novembre. Dans le même registre, on trouve également l'envolée en décembre des demandes de prêts immobiliers (« mortgage loan applications »), reflet de la baisse enfin amorcée des taux de crédit (les taux hypothécaires ont baissé de 6,50 à 5,1 % en huit semaines). Du côté du pire, on relève la baisse des prix immobiliers britanniques (15,9 % sur un an en décembre) et, aux États-Unis, la rechute des statistiques des promesses de ventes outre-Atlantique (l'indice des « pending sales » a reculé de 12 % entre août et novembre 2008 après un rebond amorcé en mars), les PMI manufacturiers (l'ISM américain à 32,4 a touché en décembre son point le plus bas depuis juin 1980), une confiance des ménages aux États-Unis qui n'a jamais été aussi basse (l'historique remonte à 1967) et des perspectives de destructions d'emplois sans cesse croissantes (l'ADP les estime à 693 k en décembre).

Dans ce contexte où le pire domine de la tête et des épaules, les marchés se consolent en espérant que les plans de relance budgétaires produiront des effets rapides – mais leurs vœux ne seront pas si facilement exaucés compte tenu des délais inhérents à ces programmes de dépenses publiques. Le nouveau Président américain qui ne prendra ses fonctions que le 20 janvier en est conscient puisque son nouveau projet porte sur des réductions massives d'impôt (entre 650 et 850 Mds\$) dont on sait qu'elles sont généralement efficaces outre-Atlantique.

À SUIVRE

LES BANQUES CENTRALES TOUJOURS À LA MANŒUVRE

La Banque d'Angleterre a eu le privilège de tenir ce jeudi le premier conseil de politique monétaire d'une Banque Centrale majeure et elle a saisi l'occasion en abaissant à nouveau son taux de base de 50 pb (de 2 % à 1,5 %). Elle sera probablement suivie la semaine prochaine par le BCE qui peut désormais s'appuyer sur une inflation faible, le taux de 1,6 % en décembre a été confirmé, pour aligner progressivement ses taux directeurs sur ceux de la concurrence... Ce sera ensuite le tour de la Banque du Japon (le 22) et de la Fed (les 28-29) de préciser les contours de leurs politiques, sans que cela ne passe par des modifications de leurs taux directeurs puisque ceux-ci sont pratiquement à zéro.

En dehors du conseil des gouverneurs de la BCE qui constituera son événement central, l'actualité économique et financière de la semaine se focalisera comme d'habitude sur quelques poids lourds de la statistique américaine – et sur les tentatives des gouvernements (Autriche, Pays-Bas, Italie, Espagne...) à émettre de la dette auprès d'investisseurs de moins en moins enthousiastes du fait de la montée des déficits publics.

L'agenda économique aux États-Unis prévoit notamment la publication des ventes de détail (baisse attendue de 1,2 % en décembre), les prix à la production et à la consommation (recul autour de 1 % – sauf pour les indices « core » proches de la stabilité) et les indices de production industrielle (toujours de la baisse) ainsi que l'enquête industrielle de la Fed de Philadelphie. On s'intéressera également à la nouvelle édition du Beige Book qui présente l'avantage d'offrir une vision globale de la conjoncture économique américaine.

OPCVM

	1 SEMAINE du 30/12/08 au 6/01/09	DÉBUT D'ANNÉE du 31/12/08 au 6/01/09	1 AN GLISSANT du 8/01/08 au 6/01/09	3 ANS GLISSANTS du 10/01/06 au 6/01/09	VL / COURS EN EUROS
> TRÉSORERIE RÉGULIÈRE					
OFI Trésor	0,06 %	0,06 %	4,14 %	11,24 %	4 212,89
OFI Trésor Plus	0,07 %	0,07 %	4,41 %	11,91 %	11 206,00
> MONÉTAIRES DYNAMIQUES					
Oval Signatures Euribor	- 0,01 %	- 0,13 %	- 9,89 %	- 6,01 %	104,64
OFI Palmarès K Défensif*	0,25 %	0,16 %	0,85 %	2,29 %	104,32
OFI Palmarès VR2*	0,08 %	0,07 %	2,63 %	-	1 075,30
> CRÉDIT					
Oval Crédit Arbitrage**	0,40 %	0,40 %	- 6,27 %	- 2,41 %	97,78
OFI Euro Credit High Yield	1,87 %	1,99 %	-	-	44,65
> MULTIGESTION ALTERNATIVE					
Oval Alpha Ace ⁽¹⁾	-	- 15,08 %	- 15,17 %	-	964,60
Oval Alpha Palmarès ⁽²⁾	-	- 12,68 %	- 12,59 %	- 2,54 %	115,09
Oval Alpha Stratégies*	0,95 %	1,68 %	- 16,63 %	-	8 375,98
> PERFORMANCE ABSOLUE					
Oval Cible Absolu	0,62 %	0,50 %	2,23 %	-	101,06
OFI Momentum	- 1,25 %	- 1,25 %	5,78 %	-	10 560,62
> OBLIGATIONS EUROPÉENNES					
OFI Euro Moyen Terme	0,27 %	0,25 %	- 4,30 %	- 2,73 %	2 939,87
OFI Euro Signatures	- 0,49 %	- 0,44 %	- 6,88 %	- 8,69 %	122,03
OFI Europa Bond Return	1,02 %	0,41 %	- 3,49 %	- 2,85 %	4 103,36
OFI Single Select Stelphia Emerging Europe Bond	1,07 %	1,16 %	- 11,16 %	-	48,07
> OBLIGATIONS ZONE EURO					
OFI Stelphia Taux Réels	0,24 %	0,05 %	1,68 %	8,26 % ⁽³⁾	10 712,52
> OBLIGATIONS INTERNATIONALES					
OFI Palmarès Bond*	0,35 %	0,16 %	- 5,47 %	- 4,72 %	121,20
OFI International Bond Return	1,93 %	1,48 %	1,75 %	0,97 %	29 350,89
> OBLIGATIONS CONVERTIBLES					
OFI Convertibles	2,45 %	2,06 %	- 16,62 %	- 9,81 %	49,43
OFI Convertibles Taux Euro	2,93 %	2,46 %	- 9,87 %	- 6,05 %	232,71 (C) 226,00 (D)
OFI Single Select Convertibles Internationales	2,64 %	2,45 %	- 21,88 %	-	38,82
> ACTIONS FRANÇAISES					
OFI Optima France	5,44 %	5,41 %	- 37,21 %	- 27,43 %	211,48
> ACTIONS EUROPÉENNES					
OFI Cible	7,34 %	6,76 %	- 36,50 %	- 30,27 %	279,24
OFI Leader	6,17 %	5,50 %	- 36,30 %	- 27,24 %	1 679,12
OFI MultiSelect Europe SRI	6,22 %	5,98 %	- 39,33 %	- 25,18 %	57,40
OFI Nemo	7,29 %	6,61 %	- 31,28 %	- 26,11 %	137,52
OFI Risk-Averse Euro	5,32 %	5,34 %	- 37,67 %	-	59,40
OFI Optima Euro	5,17 %	5,09 %	- 38,83 %	-	67,53
OFI Smidcap Cible	4,86 %	4,76 %	- 47,15 %	- 46,49 %	312,51
OFI RZB Europe de l'Est	15,90 %	15,16 %	- 61,12 %	- 46,08 %	210,98
OFI Palmarès Actions Europe*	5,25 %	4,58 %	- 37,67 %	- 29,59 %	498,25
OFI Palmarès Midcap Europe*	4,51 %	3,95 %	- 41,93 %	- 33,67 %	109,57
OFI Prim'KappaStocks	2,08 %	2,08 %	- 6,16 %	-	983,36

* VL arrêtées au 5/01/09 ; ** VL arrêtées au 2/01/09 - performances 1 semaine du 24/12/08 au 2/01/09 - performances YTD du 24/12/08 au 2/01/09 - performances 1 an du 4/01/08 au 2/01/09 - performances 3 ans du 30/12/05 au 2/01/09 ; (1) VL mensuelle au 28/11/08 - performances YTD du 31/12/07 au 28/11/08 - performances 1 an du 30/11/07 au 28/11/08 ; (2) VL mensuelle au 28/11/08 - performances YTD du 31/12/07 au 28/11/08 - performances 1 an du 30/11/07 au 28/11/08 - performances 3 ans du 30/11/05 au 28/11/08 ; (3) Performance 3 ans du 6/01/06 au 6/01/09.

OPCVM

1 SEMAINE
du 30/12/08
au 6/01/09

DÉBUT D'ANNÉE
du 31/12/08
au 6/01/09

1 AN GLISSANT
du 8/01/08
au 6/01/09

3 ANS GLISSANTS
du 10/01/06
au 6/01/09

VL / COURS
EN EUROS

> ACTIONS ÉTATS-UNIS

OFI Optima US***	8,55 %	3,44 %	- 37,96 %	- 42,05 %	51,67
OFI MultiSelect US Equity (en USD)	7,30 %	5,02 %	- 37,02 %	- 25,27 %	48,93
OFI Single Select Dreman US Equity (en USD)	5,26 %	4,06 %	- 41,87 %	- 41,19 %	35,58
OFI Single Select Driehaus US Equity (en USD)	3,67 %	1,27 %	- 44,10 %	- 23,00 %	48,27
OFI Single Select Third Avenue US Equity (en USD)	9,32 %	6,76 %	- 29,86 %	- 36,35 %	44,24
OFI Single Select Turner US Equity (en USD)	8,14 %	6,75 %	- 52,76 %	- 45,16 %	33,28
OFI Palmarès America*	6,42 %	4,31 %	- 42,33 %	- 40,34 %	336,27

> ACTIONS JAPON

OFI Japon	3,66 %	3,66 %	- 30,26 %	- 56,61 %	180,61
-----------	--------	--------	-----------	-----------	--------

> ACTIONS ASIE – HORS JAPON

OFI Palmarès Asia*	9,70 %	7,63 %	- 46,48 %	- 23,48 % ⁽⁴⁾	169,90
OFI Ming	11,99 %	10,91 %	- 37,45 %	- 7,91 %	171,06

> ACTIONS PAYS ÉMERGENTS

Magellan***	5,45 %	2,77 %	- 41,96 %	- 8,68 %	923,84
OFI MultiSelect BRIC	17,40 %	14,75 %	- 51,15 %	-	34,07

> ACTIONS INTERNATIONALES ET DIVERSIFIÉS

OFI Palmarès Equity*	5,51 %	4,74 %	- 38,59 %	- 34,59 %	651,91
OFI Optima International***	7,93 %	3,20 %	- 42,19 %	- 36,63 %	2 246,87
OFI Palmarès Portfolio*	0,73 %	0,65 %	- 7,17 %	- 4,58 % ⁽⁴⁾	1 195,01
OFI Palmarès K Investissement*	8,08 %	6,07 %	- 34,57 %	- 29,73 %	93,90
OFI Optimum*	2,19 %	1,64 %	- 14,12 %	-	85,95
OFI Convictions	4,32 %	3,36 %	- 21,92 %	-	756,21

> GESTION THÉMATIQUE

OFI Single Select Core Energy	14,22 %	11,73 %	- 34,12 %	-	32,59
-------------------------------	---------	---------	-----------	---	-------

> INDICES

Eonia Capitalisé (en EUR)	0,04 %	0,04 %	3,95 %	11,28 %	140,92
CAC 40 (Clôture) (en EUR)	5,57 %	5,54 %	- 38,20 %	- 30,15 %	3 396,22
DJ Stoxx 600 (Clôture) (en EUR)	8,11 %	7,32 %	- 39,77 %	- 32,57 %	212,87
S&P 500 (Clôture) (en EUR)	10,98 %	8,02 %	- 25,84 %	- 34,42 %	701,10
Nikkei 300 (Clôture) (en EUR)	3,62 %	2,59 %	- 20,02 %	- 37,77 %	1,42

* VL arrêtées au 5/01/09 - *** VL arrêtées au 2/01/09 - performances 1 semaine du 24/12/08 au 2/01/09 - performances YTD du 31/12/08 au 2/01/09 - performances 1 an du 4/01/08 au 2/01/09 - performances 3 ans du 30/12/05 au 2/01/09 ; (4) performances 3 ans du 6/01/06 au 5/01/09.

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

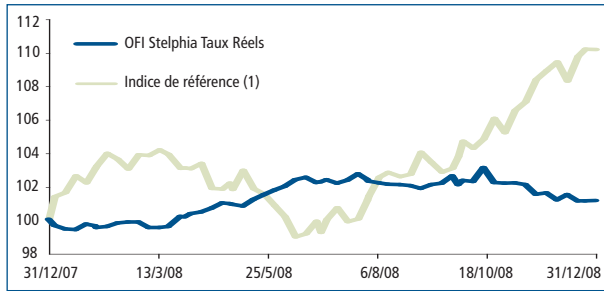
Document d'information non contractuel. Le présent document ne vise que les clients professionnels au sens de l'article D. 533-11 du Code monétaire et financier ; les conseillers en gestion de patrimoine indépendants (CGPI) ; les conseillers en investissements financiers (CIF) au sens de l'article L. 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 des 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.

OFI Stelphia Taux Réels est un FCP investi en emprunt d'État de la zone Euro. Pour atteindre son objectif, le gérant s'appuie sur la notion de retour à la moyenne des taux d'intérêts réels (gestion de la sensibilité dans une fourchette comprise entre - 2 et + 8 %).

Classification AMF
Obligations zone Euro
Classification EuroPerformance
Obligations Euro Long Terme

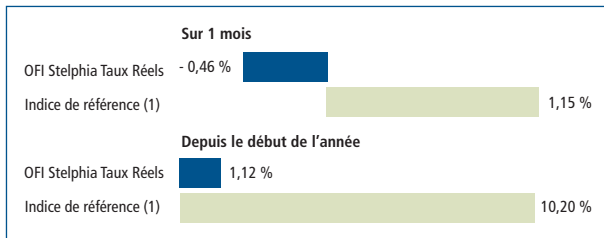
VL au 31/12/08 (EUR) 10 707,11
Actif net (millions EUR) 78,80
Sensibilité du fonds - 1,96
Taux Réel 7 ans 0,65 %

PERFORMANCE 1 AN GLISSANT



Source : EuroPerformance

PERFORMANCES



Source : EuroPerformance

COMMENTAIRE DE GESTION

ÉTATS-UNIS

Les indicateurs économiques se dégradent tous d'une manière plus ou moins prononcée. L'industrie automobile (GM, Chrysler) reçoit un soutien de l'administration Bush. L'économie US subit toutes les conséquences de la crise financière. Prix du gallon d'essence en baisse (1,63 \$ le 21/12 contre 1,81 \$ fin novembre), avec un baril WTI qui passe de 54,40 à 44,60 \$. Taux de chômage à 6,5 %. CPI en baisse à 1,1 %. Core CPI en baisse à 2 %. Fed Funds: 0 à 0,25 %.

ZONE EURO

Comme aux USA, la récession se confirme. L'Allemagne, dont la croissance récente reposait sur le dynamisme des exportations, est sévèrement touchée. Le chômage est à 7,7 %. CPI attendu à fin décembre 2008 : 1,8 % environ. La désinflation est moins perceptible qu'aux USA, comme prévu (poids des taxes dans le prix de l'essence). Taux des pensions en baisse à 2,50 %.

MARCHÉ US

En complément de la baisse des taux directeurs, la Fed a confirmé son intention d'acheter des titres longs sur le marché, notamment des MBS détenus par Fannie Mae et Freddie Mac. Ces éléments, s'ajoutant aux données macroéconomiques, ont provoqué un mouvement de baisse de taux qui a amené les rendements à des plus bas historiques. Les taux à dix ans passent de 2,92 à 2,22 %, se rapprochant temporairement de 2 %.

MARCHÉ ZONE EURO

La BCE agissant avec plus de modération que la Fed, la courbe euro baisse avec moins de vivacité que la courbe US. Un certain nombre d'échéances se situent toutefois en dessous des taux directeurs. Les rendements touchent également des niveaux records et c'est la première fois que les taux à 10 ans descendent en dessous de 3 % (précédent plus bas : 3,02 % en septembre 2005). La courbe se pentifie légèrement, avec un 2 ans à 1,76 % en fin de mois. Les taux à 7 ans passent de 3,04 à 2,75 % et les taux à 10 ans de 3,26 à 2,95 %.

STRATÉGIE

Les emprunts d'État sont plus chers que jamais. La comparaison fréquente avec les années 1930 ou avec le Japon depuis 1990 ne nous semble pas fondée : les autorités américaines (politiques et monétaires) sont prêtes à tout mettre en œuvre pour éviter ce genre de situation, y compris si cela doit déboucher sur un niveau d'inflation excessif. En outre, les USA ne disposent pas des capacités d'épargne nécessaires pour financer facilement le surcroît d'endettement à venir. Notre analyse de la situation ne nous incite pas à modifier notre processus d'investissement et nous gardons la sensibilité au minimum. Tactiquement, un peu plus du tiers de la position vendeuse se situe sur le 2 ans en fin de mois.

Étienne Pourny – Gérant

5 PRINCIPALES LIGNES DU PORTEFEUILLE

	Poids	Pays	Coupon	Maturité	Marché
PORTUGAL TBILL 23/01/2009	15,21 %	Portugal	0,000 %	23/01/2009	zone Euro
PORTUGAL 0% 08-20.03.09 TB	13,08 %	Portugal	0,000 %	20/03/2009	zone Euro
ITALY 0% 07-30.6.09 CTZ	11,07 %	Italie	0,000 %	30/06/2009	zone Euro
BUONI ORDINARI DEL TES 0% 27/02/2009	10,13 %	Italie	0,000 %	27/02/2009	zone Euro
REP OF SLOVENIA 4.875% 18/03/2009	7,67 %	Slovénie	4,875 %	18/03/2009	zone Euro
TOTAL	57,16 %				

Source : OFI AM

PERFORMANCES MENSUELLES

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	TOTAL
2004	-	0,03 %	0,00 %	0,20 %	0,13 %	0,05 %	-0,03 %	-0,47 %	-0,20 %	-0,12 %	-0,31 %	0,00 %	-0,72 %
2005	-0,26 %	0,42 %	-0,03 %	-0,57 %	-0,11 %	-0,25 %	0,21 %	-0,14 %	0,08 %	0,51 %	0,03 %	-0,22 %	-0,33 %
2006	0,52 %	0,00 %	0,72 %	0,53 %	-0,10 %	0,42 %	-0,07 %	-0,21 %	-0,11 %	0,57 %	-0,14 %	0,79 %	2,95 %
2007	0,51 %	0,19 %	0,15 %	0,63 %	0,40 %	0,77 %	-0,34 %	0,35 %	0,49 %	-0,17 %	0,09 %	0,84 %	3,94 %
2008	-0,28 %	0,13 %	0,34 %	0,81 %	0,76 %	0,45 %	0,49 %	-0,69 %	0,58 %	-0,44 %	-0,56 %	-0,46 %	1,12 %

Source : EuroPerformance

PERFORMANCES ET VOLATILITÉS

	DEPUIS CRÉATION		3 ANS GLISSANTS		2 ANS GLISSANTS		1 AN GLISSANT		ANNÉE 2008	
	Perf.	Volat.	Perf.	Volat.	Perf.	Volat.	Perf.	Volat.	Perf.	Volat.
OFI Stelphia Taux Réels	7,07 %	1,41 %	8,20 %	1,57 %	5,10 %	1,78 %	1,12 %	2,14 %	1,12 %	2,14 %
Rang	169/231	3/229	68/262	4/262	153/283	4/283	206/298	5/298	206/298	5/298
FRA OPC 03 C Oblig Euro LT	16,11 %	3,10 %	5,96 %	3,52 %	6,51 %	4,02 %	5,65 %	5,10 %	5,65 %	5,10 %
Indice de référence ⁽¹⁾	25,79 %	3,73 %	12,06 %	4,04 %	12,71 %	4,54 %	10,20 %	5,54 %	10,20 %	5,54 %

Source : EuroPerformance

CARACTÉRISTIQUES

Date de création	6/2/2004	Règlement	J + 3	Frais de gestion	0,65 % TTC maximum
Forme juridique	FCP	Commission souscription	5 %	Politique de revenus	Capitalisation
Limite sous/rachat	11h15	Commission rachat	1 %	Dépositaire	RBC Dexia IS Souscription
				Société de gestion	Stelphia Asset Management

⁽¹⁾ Indice de référence : indice composite 50 % EuroMTS 5-7 ans / 50 % EuroMTS 7-10 ans

Les performances passées ne préjugent en rien des résultats futurs. Les performances présentées incluent l'ensemble des frais hors commission de souscription et rachat. Ce document n'a aucun caractère contractuel et ne fournit des informations qu'à titre indicatif. Le souscripteur reconnaît avoir reçu la notice d'information visée par l'AMF préalablement à son investissement. Pour tout renseignement complémentaire relatif à l'OPCVM, le souscripteur pourra s'adresser à OFI AM 1, rue Vernier 75017 Paris. Contact : Service commercial • Catherine Piednoire • 01 40 68 17 10 • ofi.newsreport@ofi-am.fr