

**F**aut-il craindre un retour de l'inflation ? Les réponses sont diverses selon l'horizon considéré, mais conditionnent la réaction des Banques Centrales et, par conséquence, le comportement des marchés.

La collaboration entre Edmund PHELPS, nouveau prix Nobel d'économie, et Jean-Paul FITOUSSI sur le thème de l'inflation a contribué à donner à l'OFCE un point de vue pertinent, dans son analyse comme dans les scénarios envisagés que présente Xavier TIMBEAU dans cette troisième édition des Rendez-vous de la conjoncture.

À fin novembre, les performances de nos fonds sont en ligne avec les objectifs de gestion, notamment Asia Pacific Performance dont le rendement cette année est de 18 %, le TRI annuel depuis la création de cette Sicav Asie hors Japon en février 1995 étant de 10 %. Cette performance a été récompensée du **Lipper Award 2006**, en France et en Suisse, pour la meilleure gestion sur la zone Asie hors Japon, pendant une période de 10 ans.

D'autre part, la performance sur un an glissant de GT Alpha, fonds de fonds de multistratégies alternatives, s'établit à 7,74 %, pour une volatilité de 2,73 %. GT Alpha se classe à la 7<sup>e</sup> place du palmarès des 10 meilleurs fonds de gestion alternative réalisé par le magazine Challenges du 16 novembre 2006.

Par ailleurs, GT Finance développe une offre dédiée de multigestion, au sein de mandats ou d'OPCVM Contractuels. Cette offre se caractérise par un objectif de recherche de performance absolue, se matérialisant par des portefeuilles combinant multigestion alternative et traditionnelle en architecture ouverte. La sélection des sous-jacents et l'allocation sont réalisées au moyen d'un modèle quantitatif développé à partir de la théorie moderne du portefeuille. Les portefeuilles sont construits sous contraintes de corrélations relatives, de risques de pertes, de VaR, et de volatilité. Ces contraintes sont déterminées en fonction de l'objectif de gestion défini par l'investisseur, en termes de couple rendement/risque et d'exposition: classes d'actifs, zones géographiques, stratégies de gestion.

Notre collaboration avec l'OFCE permet de faire bénéficier les investisseurs d'une expertise reconnue en analyse macroéconomique, outil indispensable à une bonne allocation d'actifs.

Daniel Thierry  
Directeur général de GT Finance

## FAUT-IL CRAINDRE LE RETOUR DE L'INFLATION ?

Xavier Timbeau

Directeur du département analyse et prévision de l'OFCE

Depuis le début des années 1990, l'inflation est basse. Elle dépasse à peine 3 % dans les économies développées. Après le ralentissement de 2001, l'économie mondiale s'est redressée, et la croissance exponentielle de puissances naissantes comme la Chine a engendré des tensions sur les marchés de matières premières. Par rapport à la moyenne de la fin des années 1990, le prix du pétrole a été multiplié par 3 et, en exprimant le prix du baril en dollar de 2006, la courbe des prix depuis 2000 ressemble comme une goutte d'eau à celle des années 1970. Cette forte croissance du prix des matières premières rappelle les symptômes d'une surchauffe porteuse d'inflation. Pour autant, rien ne s'enclenche.

Les périodes d'inflation faible ne sont pas rares dans l'histoire économique du monde, mais la phase actuelle est exceptionnelle par sa dimension géographique : l'inflation a disparu partout, y compris dans les pays en développement. Elle est aussi exceptionnelle dans sa dimension économique : forte croissance, mouvements de capitaux, changes flexibles sont des forces difficiles à équilibrer. Elle est enfin exceptionnelle dans sa dimension temporelle, puisque le phénomène semble s'installer dans la durée et qu'à la volatilité de certains prix de biens ou d'actifs semble s'opposer une grande prédictibilité de l'inflation.

Le risque aujourd'hui est de se tromper comme la dinde de Russell. Le philosophe anglais nous conte l'histoire d'une dinde qui s'émerveille de la façon dont elle est traitée. Elle se passionne pour la nourriture et les soins qu'elle reçoit et bâtit un soigneux modèle qui explique les déterminants du grain ou de l'eau qui sont son quotidien. Sa méthode est précise et quantifiée. La dinde est fière de sa science et elle la conforte quant à l'immuabilité du confort bien ordonné dont elle jouit. Mais tout cet appareil intellectuel ne la préserve pas d'une grave erreur. Son univers ne pouvait pas durer et, à Noël, elle fut décapitée, plumée, vidée puis rôtie pour être consommée avec des marrons.

L'inflation est-elle définitivement vaincue ? Que se passerait-il si l'inflation ressurgissait ? Le monde dans lequel nous vivons, ses institutions, ses réflexes, ses coupe-circuits ont été façonnés depuis presque 30 ans par la question de l'inflation. Les comprendre peut nous éviter le piège de l'inductivisme aveugle.

### Rétrospective historique sur un phénomène mondial

Avant la remise en cause des accords de Bretton-Woods en 1971, le système monétaire international s'appuie sur une base monétaire fixe. L'étalon-or, puis l'étalon change-or (Gold Exchange Standard) à partir de 1945, imposent un ancrage nominal pour le taux de change et par ce biais

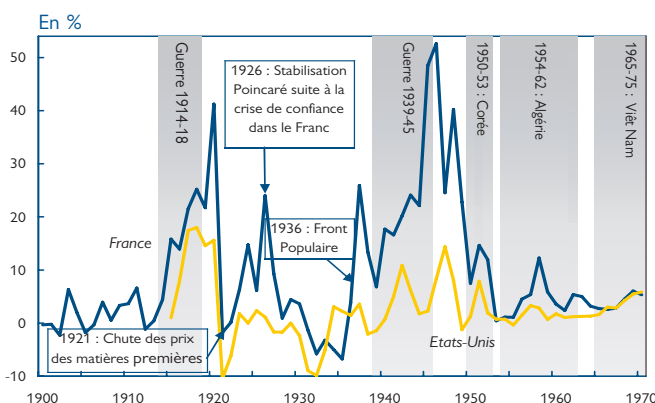
GT Finance

Multigestion traditionnelle et alternative

Page 6

pour l'inflation. Jusqu'à la Seconde guerre mondiale, ce système débouche même régulièrement sur des périodes déflationnistes. Les périodes inflationnistes coïncident plutôt avec celles d'abandon du système monétaire international. Le renoncement à la convertibilité avec l'étalon-or, qu'il soit effectif ou de fait suite à des émissions monétaires trop importantes, sert le plus souvent au financement de guerres. Ainsi, les première et seconde guerres mondiales sont des périodes fortement inflationnistes, le phénomène étant plus marqué en France qu'aux États-Unis du fait des nombreuses pénuries (graphique 1).

**Graphique 1 : Inflation en France et aux États-Unis entre 1900 et 1970**

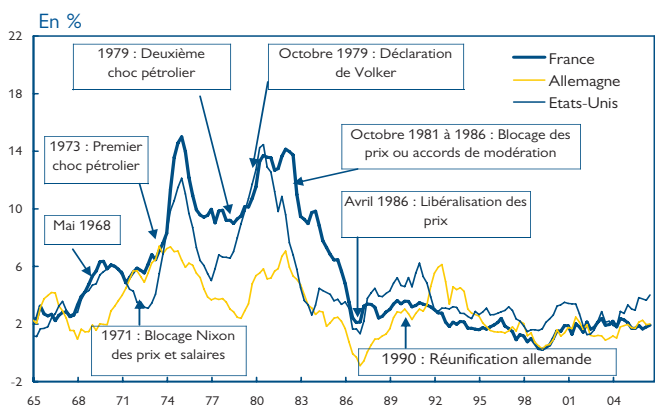


Sources : Séries longues macroéconomiques de P. Villa pour la France ([www.CEPII.fr](http://www.CEPII.fr)). Réserve Fédérale pour les États-Unis.

Dans un contexte d'accumulation de chocs inflationnistes, la levée des contraintes sur les pratiques monétaires nationales due à l'éclatement de Bretton-Woods a sans doute favorisé la forte accélération des prix dans les années 1970. Si les chocs pétroliers sont souvent mis en avant, ils ne fournissent pas une explication exhaustive à cette dérive. La hausse de l'inflation dans les principaux pays riches est antérieure au premier choc pétrolier (Graphiques 2 et 3).

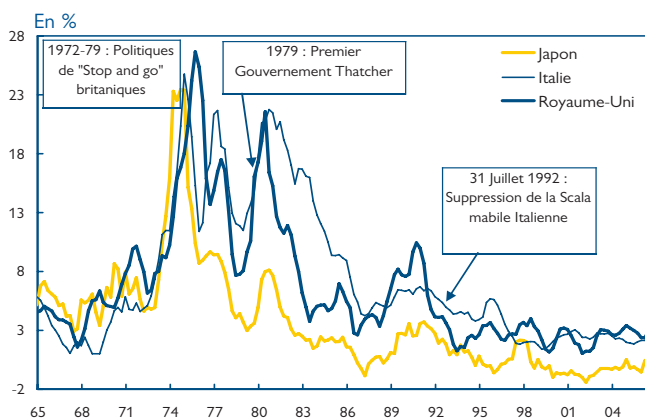
Les chocs pétroliers masquent l'effet du fort ralentissement de la productivité globale des facteurs dans les pays industrialisés. À partir de la fin des années 1960 pour les États-Unis et de la deuxième moitié des années 1970 pour l'Europe, le rythme de croissance de la productivité du travail ralentit de près de 2% en moyenne par an (Graphique 4). Le conflit de répartition qui s'en suit est issu de la remise en cause des équilibres, où les hausses de salaires trouvaient une large compensation dans les gains de productivité.

**Graphique 2 : Inflation dans le G7 entre 1965 et 2006**



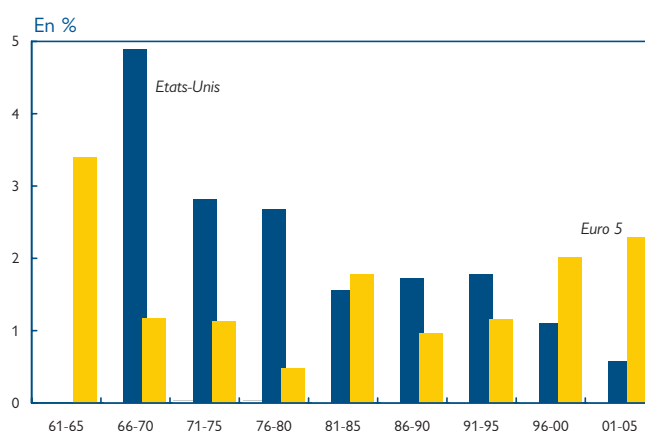
Sources : FMI.

**Graphique 3 : Inflation dans le G7 entre 1965 et 2006 (suite)**



Sources : FMI.

**Graphique 4 : Gain de productivité entre 1965 et 2005**



Sources : OCDE, EO79, juin 2006.

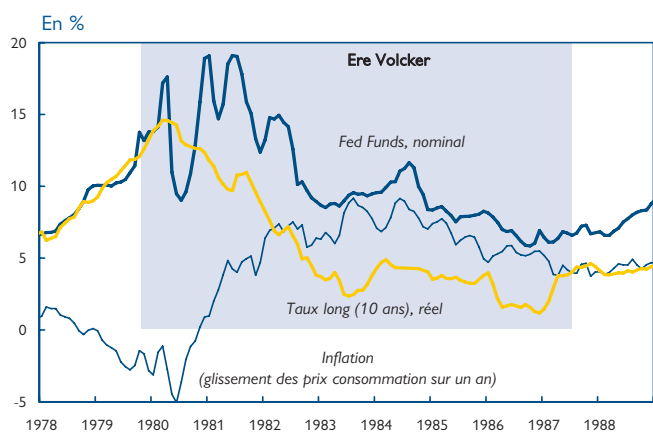
Les changes flexibles permettent la dérive inflationniste des conflits de répartition. Seule l'Allemagne, hantée par l'hyperinflation des années 1920, cherche à la maîtriser. Dans les autres pays, la stagflation l'emporte.

En août 1979, Paul Volcker accède à la présidence de la Réserve Fédérale dans un contexte de grande confusion lié au conflit en Iran et aux hésitations de Jimmy Carter au sujet de la lutte contre l'inflation. Dès octobre, il déclare la guerre à l'inflation avec une montée brutale des taux d'intérêt courts suivie par les taux longs quelques mois plus tard (Graphique 5).

L'ensemble des pays industrialisés se lance dans cette lutte alors que dans les pays en voie de développement la dérive inflationniste se poursuit (Graphique 6). Grâce au contre choc pétrolier, la bataille semble gagnée dès 1987 puisque l'inflation dans les pays industrialisés est ramenée à 2,2% en janvier. La reprise de l'inflation provoquée par la croissance amène à un nouveau resserrement de la politique monétaire au début des années 1990 et ramène l'inflation en dessous des 2%.

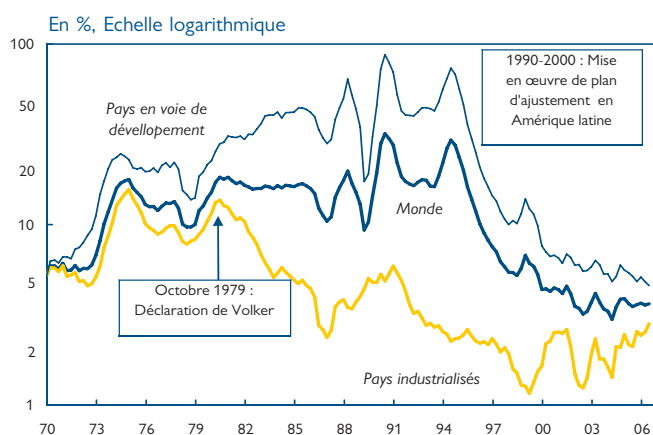
En Amérique Latine, la forte inflation du début des années 1980 se transforme en hyperinflation au début de la décennie suivante. Les dérives budgétaires, la libre circulation des capitaux, la fragilité des régimes de changes y contribuent largement. À la fin des années 1990, après des politiques douloureuses, la plupart de ces pays affiche des rythmes d'inflation à un chiffre.

**Graphique 5 : Taux d'intérêt et Inflation aux États-Unis**



Sources : FMI, Federal Reserve

**Graphique 6 : Inflation dans le monde entre 1965 et 2006**



Sources : FMI.

### Qu'a-t-on gagné à la désinflation ?

L'hyperinflation, parce qu'elle remet en cause le fonctionnement même du fonctionnement d'une économie monétaire, est un mal dévastateur. Quand la valeur de la monnaie diminue de jour en jour, voire d'heure en heure, la monnaie ne peut plus remplir ses fonctions élémentaires d'unité de compte, d'intermédiaire des échanges et de réserve et de valeur. Dans de telles circonstances, les agents sont contraints à une autre devise ou au troc.

Mais, au-delà de ces situations extrêmes, les coûts de l'inflation sont plus difficiles à quantifier et l'arbitrage entre une lutte trop vigoureuse contre l'inflation ou tolérer une inflation modérée est difficile. Il en est de l'inflation comme des boissons alcoolisées, la consommation modérée ne devrait pas être nuisible.

Cependant, certains contrats sont beaucoup plus faciles à spécifier en termes nominaux, c'est-à-dire sans tenir compte de la possibilité d'une inflation moyenne. Or, il est difficile de mettre en place des contrats d'endettement sans retomber dans le piège des rigidités nominales. Les dettes et les créances sont des instruments importants pour éviter que les agents dont la position est excédentaire ne thésaurisent pendant que ceux qui ont des projets ne soient contraints d'accumuler préalablement à la réalisation de leurs projets. Or, on ne sait pas facilement s'endetter autrement qu'en valeur nominale, c'est-à-dire, on ne sait pas indexer le capital restant dû sur les évolutions monétaires.

Depuis 10 ans, la croissance s'est fondée sur l'approfondissement des relations financières, sur plus de dettes et plus de créances entre toujours plus d'agents. Depuis 2000, le faible niveau de l'inflation dans les pays en voie de développement leur a permis d'accéder au financement par la voie de l'endettement.

Le résultat de cette dynamique est un niveau de dettes et de créances jamais observé. Le graphique 6 illustre la partie la plus visible de cet iceberg. La dette extérieure des États-Unis a dépassé 6 points de PIB mondial, soit 2 600 milliards de dollars, 20% du PIB américain ! Sous la surface de ce chiffre, le réseau des dettes et des créances est dense, à la mesure, par exemple, des endettements publics. La double stabilité des prix et des changes est, dans cet océan de contrats nominaux, la condition pour que des transferts telluriques ne se produisent pas. Un peu d'inflation ici, un peu de variation de changes par là et ce sont des milliards qui iront du côté des débiteurs ou de celui des créateurs.

### Aux origines de la désinflation

C'est une combinaison de facteurs qui a permis la désinflation. Le changement de cap de doctrine et de pratique en matière de politique monétaire a été le point de départ. Les profondes réformes sur les marchés du travail ou sur les marchés de biens, qui visaient à changer les mécanismes de formation des prix ont habité beaucoup de projets économiques des années 1980 jusqu'à aujourd'hui. L'accélération de la productivité, en particulier aux États-Unis, et la déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des profits ont joué à partir de la deuxième partie des années 1990 un rôle plus circonstanciel. L'ouverture des économies au commerce a également favorisé la faible inflation, d'autant que la Chine et son immense réserve de population ont accru les capacités de production bien au-delà de la demande solvable.

### Politiques monétaires

À partir de Volker, les banques centrales se sont investies dans la lutte contre l'inflation. Les taux d'intérêt nominaux et réels ont été fortement augmentés en quelques années (tableau). Les taux nominaux sont ensuite progressivement redescendus, mais en termes réels, ils se maintiennent à des niveaux supérieurs à ceux observés entre 1975 et 1978. Compensée aux États-Unis par une politique budgétaire très accommodante (Reaganomics), l'inflation a bridé plus sévèrement la croissance en Europe (et en particulier dans la future zone euro). La coordination entre politique monétaire et politique budgétaire est pour le moins embryonnaire sur le vieux continent, comme l'illustre encore l'attitude de la Banque Centrale européenne en 2006.

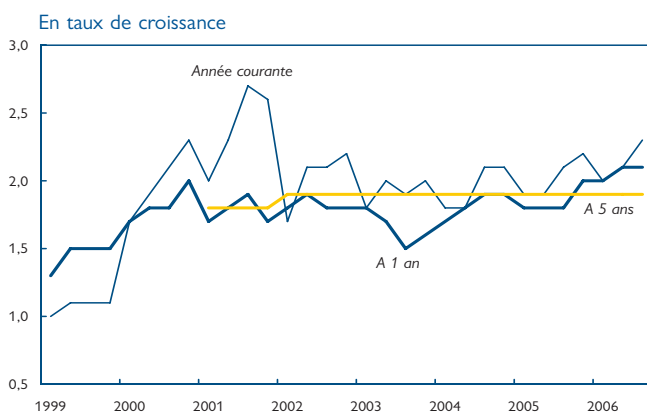
**Taux d'intérêt à court terme moyens**

	Allemagne	France	Italie	RU	États-Unis
Taux nominaux					
1975-1978	4,32	8,50	12,98	10,23	6,39
1979-1985	7,77	12,24	16,93	12,74	11,42
1986-1991	6,31	8,86	12,10	11,84	7,36
1992-2005	4,17	4,60	6,10	5,81	4,08
Taux réels					
1975-1978	0,16	-1,53	-2,80	-6,04	-0,87
1979-1985	3,65	1,87	1,93	3,08	3,94
1986-1991	4,48	5,75	6,34	5,90	3,35
1992-2005	2,22	2,83	3,00	3,18	1,47

L'octroi progressif de l'indépendance des banques centrales constituait la deuxième phase de la lutte contre le biais inflationniste. La tentation des banques centrales à stimuler l'activité serait d'autant moins forte que la politique monétaire ne serait plus un instrument aux mains d'un pouvoir politique souvent enclin à soutenir inutilement l'activité favorisant alors le développement de l'inflation. C'est alors la consécration de l'objectif d'inflation érigé en objectif unique (Banque d'Angleterre) ou en objectif principal (BCE) et des stratégies de cible d'inflation où les banques centrales basent leurs décisions en fonction de la conformité des anticipations d'inflation avec la cible.

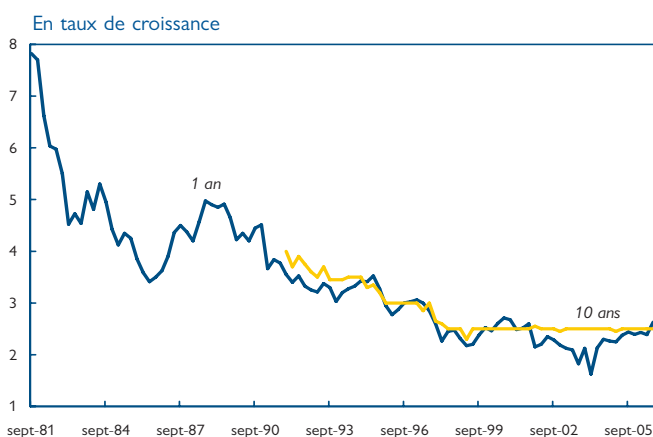
Ces orientations stratégiques n'ont pas été partout appliquées à la lettre. L'indépendance de la Federal Reserve est plus une indépendance de facto qu'une indépendance de jure. Son mandat couvre la stabilité des prix et le soutien à l'activité économique sans qu'il y ait de hiérarchie entre ces deux objectifs. Pourtant, la Réserve fédérale n'est ni moins influente, efficace ou crédible que d'autres banques centrales.

**Graphique 7 : Anticipations d'inflation dans la zone euro**



Sources : BCE, Survey of Professional forecasters.

**Graphique 8 : Anticipations d'inflation aux États-Unis**



Sources : Réserve fédérale, Survey of Professional forecasters.

### Réformes structurelles et productivité

Les années 1970 ont été caractérisées par un ralentissement net des gains de productivité. Les pratiques salariales ne se sont pas adaptées assez vite et l'inflation s'est accélérée. En réponse à cette analyse, les réformes du

marché du travail se sont imposées. Plus de flexibilité et plus de concurrence entre salariés devaient éviter les dérapages des années 1970. Les salariés ont été contraints à accepter une plus faible protection du travail, les clauses d'indexation des salaires ont été supprimées et le pouvoir des syndicats a été réduit dans de nombreux pays, rendant les négociations salariales au niveau des pays de l'OCDE moins centralisées et moins coordonnées. C'est l'âge d'or du libéralisme favorisé par l'arrivée au pouvoir de Ronald Reagan aux États-Unis et de Margaret Thatcher en Angleterre. En France, c'est le gouvernement Mauroy qui initie le changement d'orientation politique avec la désindexation des salaires à partir de 1983. Ces éléments sont aujourd'hui ancrés dans le paysage et sont autant de facteurs qui protègent du retour de l'inflation, en ayant largement transféré le pouvoir de marché des salariés vers les entreprises.

Les variations de la tendance de la productivité sont difficiles à apprécier et à évaluer en temps réel. Les données dont on doit disposer pour porter un diagnostic sûr sont longues à mûrir. L'anticipation de ces variations est d'un ordre supérieur de difficulté. L'accélération de la productivité aux États-Unis, qui peut être reliée aux largesses de l'époque Reagan en matière de dépenses publiques dans la recherche et dans le militaire, a été une surprise. La sagesse des coûts salariaux dès la seconde moitié des années 1990 en découle. Cet épisode illustre l'inversion de la temporalité entre gain salariaux et gain de productivité.

### Mondialisation et inflation

Après un relatif protectionnisme au cours de la période de reconstruction, le monde retrouve en 1970 le degré d'ouverture qu'il avait au début du XX<sup>e</sup> siècle. La mondialisation s'est accélérée au cours des années 1980 et a connu une nouvelle phase de développement à la fin des années 1990 avec l'entrée dans la danse des pays en voie de développement.

L'industrialisation de nouveaux pays et leur arrivée sur le marché global diminuent les prix. En produisant à des coûts plus bas, en vendant à des prix inférieurs, chaque nouvel arrivant contribue à la baisse des prix, mécaniquement. Mais cet effet ne vaut que tant qu'il y a de nouveaux producteurs, à des prix toujours inférieurs à la moyenne. Même si la part de marché de la Chine s'accroît, le prix des T-shirts a été divisé par 10.

Au cours des quinze dernières années l'évolution des prix relatifs des biens et services a été négativement et significativement corrélée avec le degré d'ouverture dans le commerce international. Mais la baisse des prix des biens et services exposés n'a cependant eu qu'un impact à très court terme et de faible ampleur sur l'inflation globale dans les pays industrialisés. Le FMI estime ainsi qu'un point de baisse des prix d'imports se traduit par 1/10<sup>e</sup> de point de baisse de l'inflation globale, la première année uniquement, et que l'impact de la globalisation à travers les baisses de prix d'imports a été quasiment nul depuis 2003.

L'ouverture commerciale a parachevée la déconnexion entre les prix et l'offre et la demande au niveau national. Un excès de demande trouve toujours une offre quelque part, un prix plus élevé ici induit de nouveaux entrants et une capacité excédentaire trouve preneur ailleurs. L'inflation dépend désormais davantage des tensions sur l'appareil de production mondial que des taux d'utilisation des capacités de production nationales.

## Le monde de demain

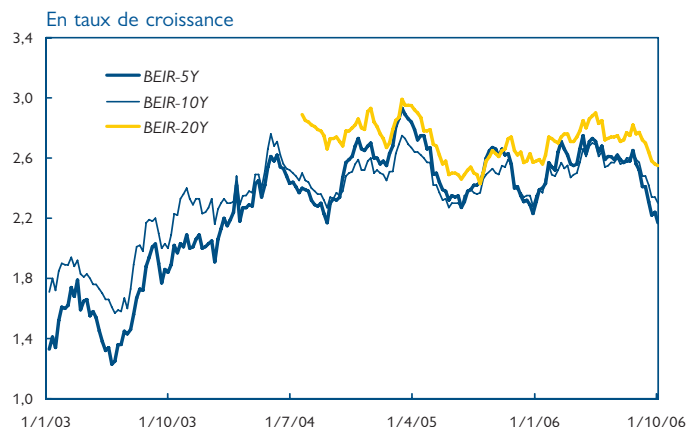
La lutte contre l'inflation est inscrite profondément dans nos économies. Elle a façonné les banques centrales, modifié les marchés du travail, étendu la sphère de la concurrence. Ces facteurs restent et nous préservent du risque inflationniste. Mais, d'un autre côté, ces bouleversements de l'économie mondiale ont aussi transitoirement pesé sur les prix. L'ouverture aux pays en développement a provoqué certains chocs de productivité de nature exceptionnels, qui ne produiront probablement plus d'effets déflationnistes dans le futur. Les profondes réformes des économies nationales ont brisé le lien entre inflation et croissance. Tant que le rattrapage des pays en voie de développement n'est pas achevé, l'inflation reste une chimère. Lorsque le monde connaîtra une saturation du marché du travail mondial ou lorsque les capacités de production seront limitées face à une demande boostée par le crédit, l'inflation qui apparaîtra sera au-delà de ce que les banques centrales, isolées et indépendantes, peuvent contenir. Face aux incertitudes, nous avons choisi trois scénarios pour baliser les possibles.

Le premier scénario prolonge les évolutions récentes en supposant que l'équilibre entre les forces inflationnistes et déflationnistes est préservé. L'inflation ne s'accélère pas et la croissance mondiale reste dynamique. La politique monétaire des États-Unis mord sur le germe actuel d'inflation aux États-Unis. Les politiques d'accumulation de réserve de change en dollars des pays asiatiques ou des pays producteurs de pétrole se prolongent et les États-Unis peuvent continuer sans hausse des taux longs le financement de leur économie. La stabilité des taux de change rend la politique monétaire américaine efficace pour contrôler l'inflation mondiale. La croissance soutenue de l'économie mondiale continue d'alimenter des tensions sur les prix des matières premières. Le signal de prix induit des investissements nouveaux pour extraire plus de matières premières et les transporter, pour économiser les ressources rares, pour réduire et reporter la demande sur d'autres productions. Certains marchés d'actifs connaissent des évolutions de prix liées à la financiarisation croissante sans pour autant induire de risque inflationniste. Les marchés du travail s'améliorent et la part des salaires dans la valeur ajoutée se redresse par rapport au point bas qu'elle a atteint, limitant la transmission aux prix de production. La participation toujours plus grande des pays en voie de développement aux marchés mondiaux permet de nouvelles baisses de prix sur certains marchés. La pression à la hausse sur les salaires est largement contrebalancée par le réservoir de main d'œuvre disponible soit dans les pays où le chômage est encore important (zone euro) ou ceux dont le processus de mutation industrielle n'est pas achevé (Chine, Inde, Asie en développement). Ce sont, néanmoins, les gains de productivité acquis par les pays nouvellement industrialisés qui permettent de maintenir un coût unitaire bas, malgré des hausses de pouvoir d'achat et une convergence des normes d'emploi.

Le premier scénario peut se prolonger tant que les facteurs poussant à la hausse l'inflation sont compensés par ceux qui induisent la déflation. Le rôle de la politique monétaire américaine joue à la marge pour ancrer les anticipations d'inflation sur une référence stable. Ce bel équilibre peut se fissurer rapidement dès qu'un facteur l'emporte sur les autres et surtout que la politique monétaire perd de sa crédibilité. Si aujourd'hui, les anticipations, qu'elles soient mesurées directement par les enquêtes auprès de professionnels ou qu'elles soient implicitement déduites des points morts de rendement des obligations d'état indexées, (graphique 9) ne laissent aucun doute quant à l'ancrage sur ce premier scénario, la perte de crédibilité de la FED se traduirait par un saut brutal des anticipations.

Un saut d'anticipation d'inflation induirait une hausse des taux longs, et provoquerait un assèchement du financement de l'économie. C'est le deuxième scénario. La réponse rapide et punitive des politiques monétaires serait la nouvelle application des recettes élaborées dans les années 1980. L'économie mondiale entrerait en récession et la panique sur les taux de change accentuerait la déstabilisation de l'économie mondiale. L'issue de ce scénario serait une crise dans la sphère réelle et dans la sphère financière et l'économie mondiale ne pourrait retrouver le chemin de la croissance qu'après quelques longues années de chômage élevé. La fragilité du système financier mondial qui pourrait se révéler et rendre possible une phase de déflation après le dérapage inflationniste, traduisant une sur réaction des politiques monétaires (non coordonnées) et une réaction en chaîne par les interrelations financières sur les marchés d'actifs (qui seraient lourdement touchés).

Graphique 9 : Points morts d'inflation des TIPS



Sources : Réserve fédérale

Ce deuxième scénario doit être compris comme le gouffre que longe aujourd'hui l'économie mondiale, comme la lame du rasoir sur laquelle la trajectoire de la croissance s'inscrit. Cependant, la capacité des autorités monétaires des États-Unis à tenir la barre de l'inflation mondiale ne peut que décroître au fur à mesure de l'accumulation des déséquilibres américains et de la part de moins en moins grande de l'économie américaine dans l'économie mondiale.

Les déséquilibres accumulés par l'économie américaine sont au cœur du troisième scénario. Une accélération de l'inflation, modérée, et une dépréciation en douceur du dollar seraient favorables aux nombreux agents débiteurs américains. Un laisser faire nonchalant jouerait d'une dépréciation réelle de la créance américaine. Tant que cela reste sous contrôle, c'est une solution habile pour assainir les déséquilibres financiers de l'économie américaine. Deux ombres à ce tableau : la réserve fédérale reste attachée au contrôle de l'inflation et la question de la dépréciation du dollar finira par préoccuper les américains, d'autant qu'il existe des monnaies de réserve et de transaction concurrentes du dollar. Et puis, la croissance américaine repose sur le système financier très développé, sur sa globalisation et sa profondeur. Un peu d'inflation pourrait nuire au-delà du gain immédiat et détruirait la confiance dans l'économie d'endettement ■

Ce texte reprend en partie des éléments de l'article publié dans la *Revue de l'OFCE* n° 99 « Inflation crainte d'un retour ou retour d'une crainte ? » de X. Timbeau, C. Blot, M. Cochard et F. Reynes.

**GT Finance**, société de gestion de portefeuille, est dédiée à la gestion pour le compte d'investisseurs institutionnels et de grands patrimoines privés.

En complément de la gestion classique dans le cadre de mandat, GT Finance s'est spécialisée dans la multigestion traditionnelle et alternative au travers de fonds dédiés et d'OPCVM.

La gestion est orientée vers la recherche d'une performance absolue. L'accent est mis sur la maîtrise de la volatilité, afin d'optimiser le couple Risque / Rendement.

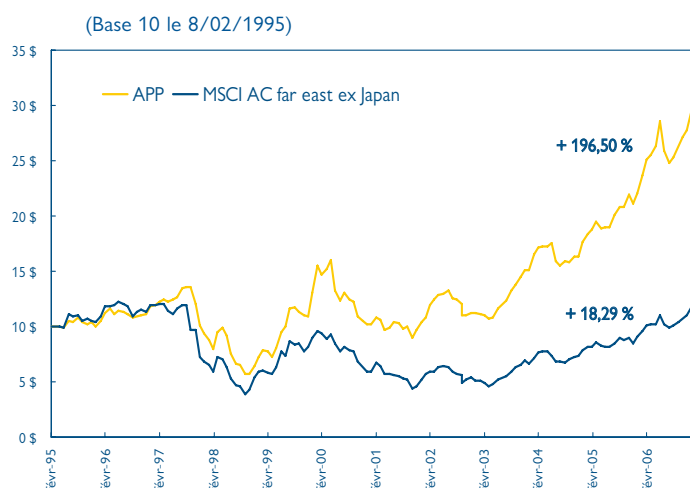
GT Finance, est une filiale à 51 % de Cholet Dupont, société financière dont le capital est détenu à hauteur de 66,6 % par les dirigeants et leurs principaux collaborateurs et à 33,4 % par le groupe Crédit Agricole.

**Asia Pacific Performance (LU0059313121)**, une SICAV de droit luxembourgeois investissant en actions asiatiques, hors Australie et Japon.

Son objectif est de produire une performance supérieure à celle de l'indice MSCI AC Far East ex Japan, dans le cadre d'une approche de multigestion traditionnelle.

La gestion est déléguée à 4 gestionnaires indépendants dont le choix par Degroof Gestion Institutionnelle est conseillé par GT Finance.

Les gestionnaires d'Asia Pacific Performance sont Llyod George et Hamon à Hong Kong, Sloane Robinson à Londres et Comgest à Paris.



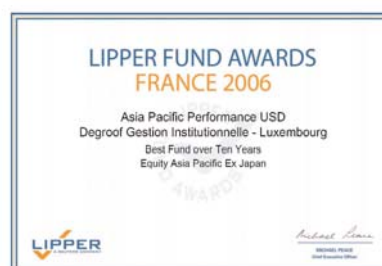
En %

Au 30 novembre 2006	APP	MSCI AC Far East ex Japan
Performance YTD	25,37	23,14
Volatilité annualisée *	13,70	14,70
Ratio de Sharpe **	1,82	1,45
2005	28,88	17,86
2004	10,81	14,20
2003	47,46	40,08
Depuis la création	196,50	18,29

\* Volatilité calculée sur base hebdomadaire sur 3 ans glissants.

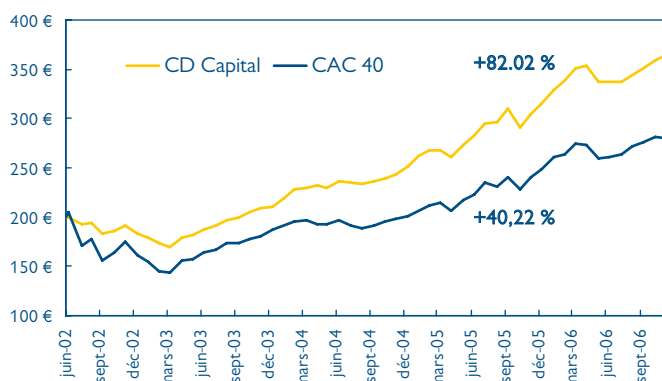
\*\* Taux sans risque utilisé pour le calcul du ratio de Sharpe :  $r = 0$ .

**Asia Pacific Performance**, SICAV UCITS 3 Luxembourgeoise a été récompensée du LIPPER Award 2006 pour le meilleur fonds de la catégorie Equity Asia Pacific Ex Japan sur une période de 10 ans.



**CHOLET DUPONT Capital**  
(Class C : FR0007073945 – Class D : FR 0010022038),  
privilégie les valeurs de rendement faiblement valorisées de la zone euro, sélectionnées selon une

approche stock picking. L'objectif du gestionnaire est la recherche de plus-value à moyen et long termes, affranchie de tout indice, avec une faible volatilité.  
Gestion Cédéfonds, Groupe Cholet Dupont



En %

Au 30 novembre 2006	CD Capital	CAC 40
Performance YTD	15,54	12,99
Volatilité annualisée *	8,37	13,21
Ratio de Sharpe **	2,36	1,22
2005	25,47	23,40
2004	19,24	7,40
2003	14,69	16,12
Depuis la création	82,02	40,22

\* Volatilité calculée sur base quotidienne depuis le 7 juin 2004.

\*\* Taux sans risque utilisé pour le calcul du ratio de Sharpe : r = 0.

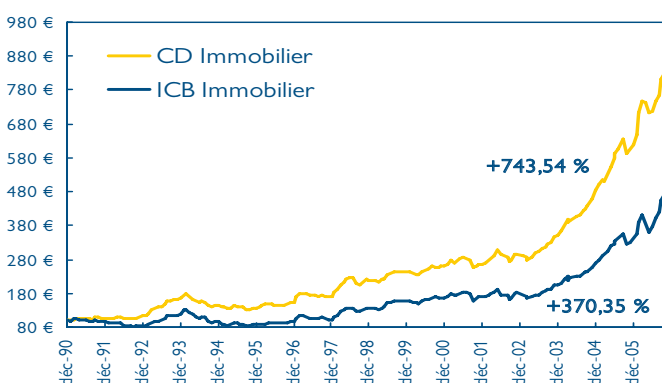
Notation Standard & Poor's : ★★☆☆ Notation Morningstar : ★★★★★

La politique de gestion de CHOLET DUPONT Capital lui permet de figurer en tête de la plupart des fonds de type « value » à orientation défensive de la Place. La recherche de prudence est mise en œuvre par la sélection de valeurs, par l'allocation d'actifs, avec une gestion active de l'exposition aux marchés d'actions, par une grande diversité sectorielle, et par une très faible concentration des valeurs. Aucune valeur ne dépasse 2 % de l'actif. Le poids des grandes capitalisations européennes a été renforcé depuis le début de l'année, les capitalisations supérieures à 5 milliards d'euro représentant aujourd'hui plus des 2/3 du portefeuille.

**CHOLET DUPONT Capital figure à la troisième place du classement publié par Challenges (n° 31) des 10 meilleurs fonds prudents des gestionnaires spécialisés.**

**CHOLET DUPONT Immobilier (FR0007459847-FR0000988636)**, a pour vocation d'être investi essentiellement en actions de sociétés françaises

immobilières et foncières cotées, et marginalement sur les marchés européens.  
Gestion Cédéfonds, Groupe Cholet Dupont



En %

Au 30 novembre 2006	CD Immobilier	ICB Immobilier
Performance YTD	36,42	40,52
Volatilité annualisée *	10,50	13,29
Ratio de Sharpe**	3,37	2,52
2005	27,51	26,29
2004	37,40	30,69
2003	19,97	13,26
Depuis la création	743,54	370,35

\* Volatilité calculée sur base mensuelle sur 3 ans glissants.

\*\* Taux sans risque utilisé pour le calcul du ratio de Sharpe : r = 0.

Notation Morningstar : ★★★★★

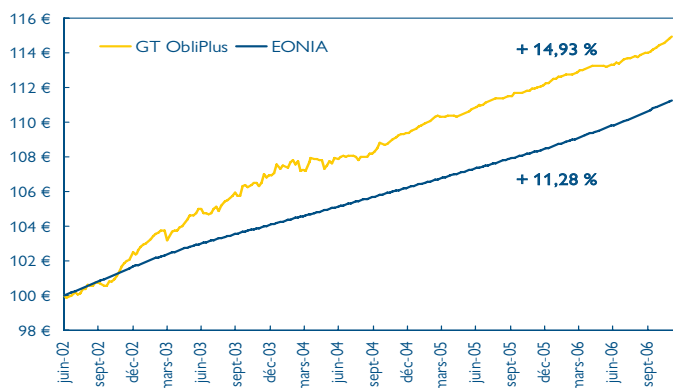
Depuis sa création en août 1990, l'orientation de gestion de CHOLET DUPONT Immobilier se caractérise par la recherche de performance associée à un risque modéré, au moyen d'une sélection de valeurs immobilières et foncières (essentiellement des SIIC) spécialisées dans la détention ou l'exploitation de biens fonciers ou immobiliers : bureaux, locaux industriels, commerces, centres commerciaux, logements, concessions d'autoroutes, promotion immobilière, location d'immobilier touristique, et tous services liés à l'immobilier comme le Crédit Bail ou la gestion d'immeubles. Les valeurs sélectionnées dépendent directement de ces secteurs. CHOLET DUPONT Immobilier n'investit pas dans les valeurs qui n'ont qu'un rapport indirect avec ces activités.

**CHOLET DUPONT Immobilier a reçu en 2005  
le 3<sup>e</sup> prix de la catégorie PEA de droit français**



**GT Obli Plus (FR0000994055)**, un fonds monétaire dynamique investi en produits obligataires court terme et monétaires dynamiques. 10 % maximum du fonds peut être investi en actions.

L'objectif de GT Obli Plus est de réaliser une performance annuelle supérieure de 30 à 50pb à celle de l'EONIA, avec une volatilité fortement maîtrisée.



En %

Au 24 novembre 2006	GT Obli Plus	EONIA
Performance YTD	2,36	2,53
2005	2,55	2,10
2004	2,25	2,07
2003	4,54	2,34
Depuis la création	14,93	11,28

Volatilité annualisée : 0,25 % en 2005.

L'allocation active aux supports monétaires, qui représentent 70 % du portefeuille, contribue pour moitié à la performance de GT Obli Plus.

Les arbitrages effectués sur la partie dynamique de GT Obli Plus consistent à diversifier le portefeuille en intégrant des classes d'actifs nouvelles, comme les stratégies de crédits High Yield et Distress via des fonds prudents et très liquides.

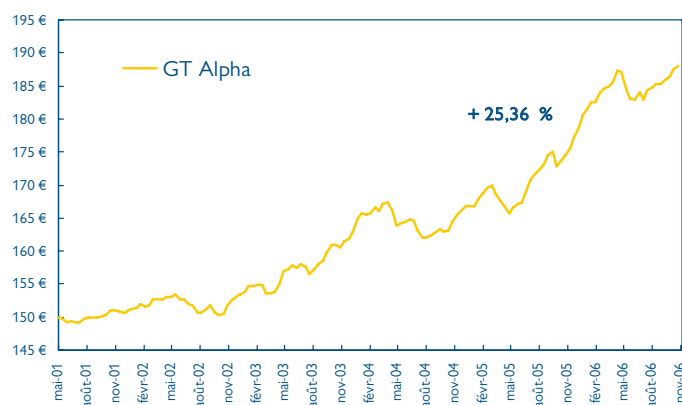
Le portefeuille a également été sensibilisé aux marchés actions par le biais de fonds Market Neutral.

À fin novembre, la performance de GT Obli Plus sur un an glissant s'établit à 2,69 %, pour une volatilité de 0,20 % sur la même période. GT Obli Plus continue de se situer dans le premier quartile de sa catégorie depuis sa création.

Notation Standard & Poor's : ★★★★★

**GT Alpha (FR0007059734)**, un fonds de fonds de gestion alternative alliant faible volatilité et recherche de performance absolue par la combinaison de plusieurs stratégies.

GT Alpha a pour objectif une performance annuelle de 6 à 8 %, avec une volatilité inférieure à 3 %, par une sélection limitée à une trentaine de sous-jacents, dont 50 % sont des fonds fermés.



En %

Au 24 novembre 2006	GT ALPHA
Performance YTD	5,24
Volatilité annualisée *	2,77
Ratio de Sharpe **	1,94
2005	7,08
2004	2,42
2003	6,19
Depuis la création	25,36

\* Volatilité calculée sur base bi-mensuelle.

\*\* Taux sans risque utilisé pour le calcul du ratio de Sharpe : r=0 sur 3 ans glissants.

Le cœur de portefeuille de GT Alpha est construit sur les stratégies Long Short, géographiquement diversifiées. Le socle du portefeuille est composé de fonds Market Neutral ayant une faible volatilité.

Par ailleurs, nous confirmons nos convictions sur la pérennité des gains apportés par les stratégies de situations spéciales, tandis que pour les stratégies CTA et Global Macro nous privilégions les fonds faiblement volatils.

Enfin, nous restons prudents sur le risque obligataire et les supports de dettes émergentes, avec une exposition obligataire de 10 % et une absence de fonds de dettes émergentes.

À fin novembre, la performance de GT Alpha sur un an glissant s'établit à 7,77 %, pour une volatilité de 2,82 %. GT Alpha se situe dans le premier quartile de sa catégorie.

Notation Standard & Poor's : ★★★★★

**GT Finance** décline son savoir faire de sélection de gestionnaires, et allie gestion alternative et traditionnelle au sein de portefeuilles à fort potentiel de création d'Alpha.

## ORIENTATION DE PLACEMENTS

- Dans le cadre de Mandats ou d'OPCVM Contractuels à destination des investisseurs institutionnels et privés, GT Finance offre un service de gestion de portefeuilles dédiés **dans le cadre d'une architecture ouverte, combinant gestion traditionnelle et alternative.**
- La combinaison de ces stratégies de gestion permet de construire des portefeuilles à faible risque de perte et peu corrélés aux marchés.

## MÉTHODOLOGIE DE CONSTRUCTION DES PORTEFEUILLES

- À titre d'illustration, nous considérons la création de 2 portefeuilles dédiés, dont les objectifs de gestion sont respectivement :

**Portefeuille 1** : Objectifs de gestion

Volatilité < 3 % / Performance annuelle 6 à 8 %

**Portefeuille 2** : Objectifs de gestion

Volatilité < 5 % / Performance annuelle 8 à 12 %

- Chacun des 2 portefeuilles cibles correspond à un Univers particulier d'investissement, dont le périmètre est dépendant de l'objectif de gestion.
- L'allocation d'actifs de Chacun des 2 portefeuilles est réalisée dans le cadre d'une approche de type cœur-satellite. Le cœur et les satellite sont construits indépendamment à partir d'une analyse quantitative dynamique.
- L'objectif est de minimiser le risque de perte, tout d'abord en limitant la pondération des fonds en fonction de l'analyse relative aux VaR et aux risques de pertes maximum. Les sous-portefeuilles sont ensuite optimisés en fonction de leur structure de corrélation historique.

### 1. Cœur de portefeuille

Le portefeuille dit à faible risque de pertes est composé notamment de fonds **Market Neutral, Fixed Income Arbitrage et Event Driven**. Ces stratégies non-directionnelles ont un profil risque/rendement identique en terme de volatilité (inférieure à 3 %) et de performances annualisées (8 à 10 %), dans le cadre d'une recherche de performance absolue.

### 2. Satellite de diversification crédit

Ce portefeuille est créé majoritairement à partir de stratégies de **crédit obligataire, High Yield et dette émergente**. Le thème de ce portefeuille est de combiner l'ensemble des stratégies de crédit, emprunt d'Etat et corporate majoritairement notés Investment Grade, pour un objectif de performance de 12 % avec une volatilité de 4 %. La sensibilité aux taux pouvant être réduite par le biais de fonds d'arbitrage à fort effet de levier.

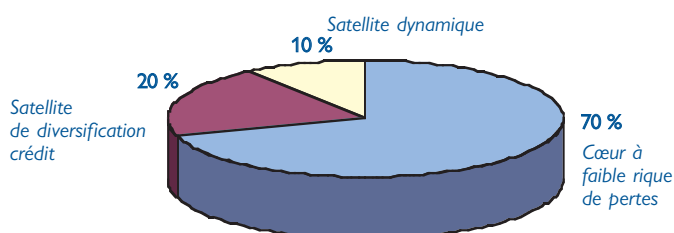
### 3. Satellite dynamique

L'univers de gestion traditionnelle est mobilisé pour construire un portefeuille de **fonds actions**, complété de **fonds Long Short à biais long**, qui peut être agressif dans la recherche de performance en profitant de façon opportuniste d'une tendance haussière de tous les marchés.

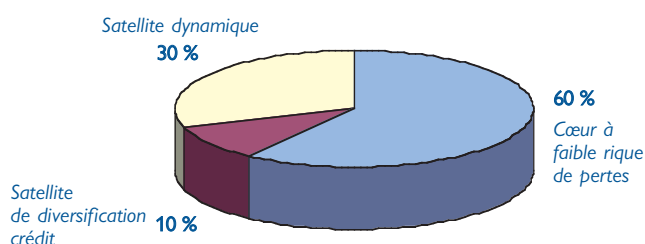
## ALLOCATION D'ACTIFS DES 2 PORTEFEUILLES CIBLES

La pondération relative du cœur et des satellites au sein du portefeuille ciblé est fonction du couple risque/rendement souhaité par l'investisseur. Cette pondération peut évoluer en fonction du comportement des marchés.

**Portefeuille 1** : objectifs  
Volatilité annualisée < 3 %  
Performance annuelle 6 à 8 %



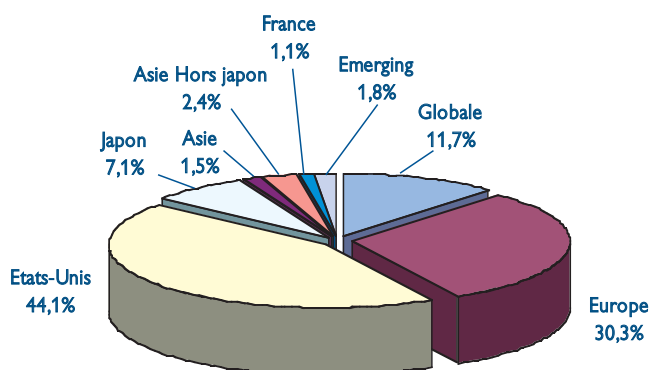
**Portefeuille 2** : objectifs  
Volatilité annualisée < 5 %  
Performance annuelle 8 à 12 %



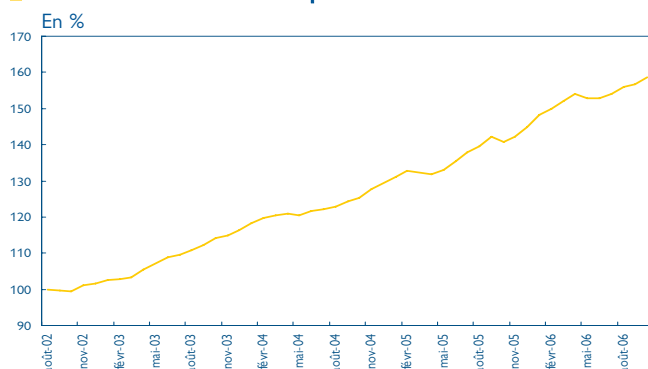
## Portefeuille 1 de Multigestion Traditionnelle et Alternative

Objectifs de gestion  
Volatilité annualisée < 3 %  
Performance annuelle 6 à 8 %

### Allocation géographique



### Performances historiques



### Analyse statistique

En %

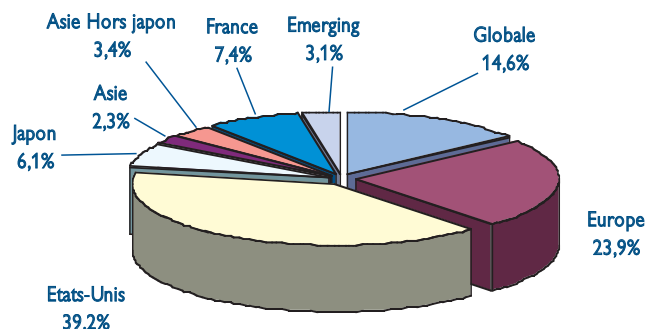
Du 1<sup>er</sup> septembre 2002 au 30 octobre 2006

Perte Maximum	0,97
Début de la baisse	Octobre 2005
Fin de la baisse	Octobre 2005
Date de retour à VL avant baisse	Novembre 2005
Durée de la baisse	1
Temps de retour à VL avant baisse	1
Perte maximum moyenne	0,97
Espérance de rendement mensuel	0,93
Ecart type	0,77
Performance annuelle 2006 (brute de frais)	9,57
Volatilité annualisée	2,66
Espérance annualisée (brute de frais)	11,17
Ratio de Sharpe	4,19

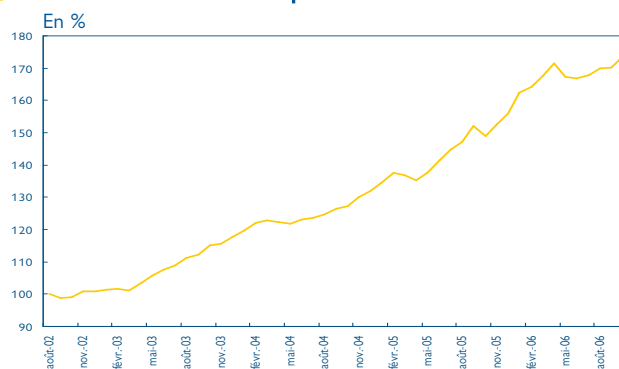
## Portefeuille 2 de Multigestion Traditionnelle et Alternative

Objectifs de gestion  
Volatilité annualisée < 5 %  
Performance annuelle 8 à 12 %

### Allocation géographique



### Performances historiques



### Analyse statistique

En %

Du 1<sup>er</sup> septembre 2002 au 30 octobre 2006

Perte Maximum	2,63
Début de la baisse	Mai 2006
Fin de la baisse	Juin 2006
Date de retour à VL avant baisse	Octobre 2006
Durée de la baisse	2
Temps de retour à VL avant baisse	4
Perte maximum moyenne	1,31
Espérance de rendement mensuel	1,12
Ecart type	1,30
Performance annuelle 2006 (brute de frais)	11,23
Volatilité annualisée	4,51
Espérance annualisée (brute de frais)	13,40
Ratio de Sharpe	2,97

L'analyse statistique des deux portefeuilles modèles est réalisée sur la base de données historiques.  
L'allocation d'actifs et le choix des sous-jacents sont adaptés à la problématique de chaque investisseur.  
Les performances passées ne sauraient préjuger des performances futures.