



LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

2010, année de transition

Il existe des décalages bien identifiés entre l'activité et l'emploi. Si l'on prend comme critère l'évolution du chômage, la crise mondiale est loin d'être terminée. Car le chômage va continuer à augmenter pendant l'essentiel de 2010 dans nombre de pays, développés ou non.

L'objet de cette chronique est de préciser où en est exactement la crise, et en quoi il est essentiel de se préoccuper déjà de la sortie de crise.

Une crise encore active

Du côté de la crise bancaire et financière, il reste des actifs toxiques à digérer par un certain nombre de banques internationales. Combien et où ? Personne n'en sait rien, sauf peut-être certaines des banques concernées. L'estimation est forcément approximative, et le chiffre réel dépendra avant tout de la conjoncture économique, en particulier de la vitesse à laquelle l'immobilier aux Etats-Unis va se stabiliser. Quoi qu'il en soit, la certitude est le ralentissement très marqué, un peu partout, du crédit bancaire. Cela résulte d'une frilosité accrue des banques (l'offre de crédit), devenues avec la crise et la montée des risques plus sélectives, spécialement à l'égard des PME, et d'un retrait spontané de certains emprunteurs (la demande de crédit) exposés aux affres du surendettement. Par ailleurs, la quasi-faillite de Dubaï est une réplique de la crise financière internationale, sans doute pas la dernière. Elle était prévisible dans son principe, tant la bulle immobilière y était caractérisée, moins dans son calendrier. Son impact systémique a été limité, car la solidarité régionale a permis de contenir les phénomènes de contagion.

La récession ? Les pays les plus avancés en sont sortis, au printemps ou à l'été 2009, après un an ou dix-huit mois de recul de l'activité. Il faut y voir la conséquence de la forte résistance des grands pays émergents face à la crise et des effets des plans de relance. La croissance de la Chine aura été d'environ 9% en 2009, et elle pourrait être de 9,5% cette année. Même résilience, en Inde, dans le reste de l'Asie, en Amérique latine, ... On peut penser que la sortie de récession des pays les plus avancés a représenté un « plateau » au second semestre de 2009 à partir duquel un rebond modéré pourrait intervenir. Ce rebond serait conduit, comme indiqué, par les grands pays émergents, mais aussi par la reprise aux Etats-Unis : la croissance américaine pourrait être, cette année, comprise entre 2 et 2,5%.

Pour en revenir à la France, la récession de 2009 aura été impressionnante. Le PIB en volume aura reculé d'environ (-2%) en moyenne en 2009, soit une récession deux fois plus forte que celle enregistrée en 1975 et en 1993.

Dans le scénario privilégié ici d'une reprise modérée pour 2010, la croissance en France serait cette année comprise entre 1 et 1,5%, un peu au dessus de la moyenne européenne.

Ce scénario ne règlera pas aisément le défi du chômage. On estime qu'en France, compte tenu des données structurelles, une croissance de 1,5% est nécessaire pour stabiliser le chômage. Cela veut dire que le chômage global va continuer à progresser pendant une grande partie de 2010, et que le chômage des jeunes va progresser encore plus vite, touchant également les diplômés. Ne pas se tromper d'ennemi : en sortie de crise, le défi majeur sera celui du chômage, pas celui de l'inflation. Car, malgré l'abondance des liquidités dans le monde, l'inflation au sens habituel (c'est-à-dire la hausse des prix des biens et services) va demeurer sous contrôle pour des tas de raisons sur lesquelles je n'ai pas le temps de m'étendre. Ce sont les marchés d'actifs qui vont continuer, comme ils le font depuis quinze ans, à connaître des phases d'inflation (des bulles) et de déflation (explosion des bulles). Nous devons nous attendre pour les années qui viennent à passer encore d'une bulle à l'autre...

Préparer la sortie de crise

Le G20 de Pittsburgh a été d'efficacité inégale selon les sujets. Probablement la plus durable de ses initiatives aura été d'esquisser une nouvelle gouvernance mondiale : promotion du G20 comme principal forum économique mondial ; rééquilibrage dans la gouvernance des grands organismes internationaux (FMI, Banque mondiale...) en faveur des principaux pays émergents. Pour le reste, des mesures ont été avancées pour la rémunération et les bonus des traders, mais il faut attendre de voir concrètement ce qu'il en sera pour juger du degré de convergence entre les Etats-Unis et l'Europe ou même entre pays européens eux-mêmes. La régulation bancaire et financière est en cours de réforme, non de révolution, sur un certain nombre de points qui ne sont pas nécessairement à l'origine de la crise mais qui sont soulevés à l'occasion de cette crise, et il va falloir attendre la fin de 2010 pour y voir plus clair (sur les normes comptables, sur les paradis fiscaux, sur les fonds propres des banques et l'amélioration du dispositif Bâle II, sur les agences de notation, sur les instruments financiers dérivés, ...).

En parallèle, le débat mondial s'anime sur les questions bancaires : faut-il adopter un texte comparable au Glass-Steagall Act américain de 1933, qui séparait les banques de dépôts des banques d'investissement ? Faut-il, afin que les Etats ne soient pas obligés d'intervenir en vertu du principe « too big to fail », faire éclater les méga-banques et privilégier les banques petites ou moyennes ? Je suis plus que sceptique sur l'intérêt d'un Glass-Steagall Act ou sur la façon de contenir l'application du « too big to fail ».

La sortie de crise va obliger les politiques monétaires à remettre en cause progressivement les soutiens mis en œuvre depuis août 2007. Mais le défi n'a rien d'insurmontable. Cela peut se faire sans remontée de leur taux directeurs par les banques centrales. On peut ainsi prévoir que la Fed, la BCE, la Banque du Japon... vont maintenir leur taux directeurs aux niveaux actuels, très bas, pendant l'essentiel de 2010. La BCE devrait rester pendant encore plusieurs mois à 1%, la Fed à un taux directeur compris entre 0% et 0,25%.

La gestion de la sortie de crise va être plus compliquée pour les politiques budgétaires et fiscales. Comme pour les politiques monétaires, il serait prématuré d'appuyer dès 2010 sur la pédale de frein. Les déficits publics et les ratios de dette publique vont rester élevés en 2010. C'est donc à partir de 2011 qu'il va falloir un peu partout se préoccuper de les réduire. Il restera à voir si le retour de la croissance et un meilleur contrôle de la dépense publique suffiront à réaliser les ajustements requis.

Un autre défi pour 2010 concerne les taux de change. Même si l'euro a été en fin 2009 un peu bousculé par les tensions dans la zone euro touchant les maillons faibles de celle-ci (en particulier la Grèce), la fragilité du dollar va rester à l'ordre du jour en 2010-2011. Je crains au plan mondial un scénario de dévaluations compétitives. Plus les Américains déclarent tenir à un dollar fort, plus leur discours paraît suspect. Le billet vert va rester fragilisé par l'ampleur des déficits budgétaires américains, susceptibles de provoquer le retour de déficits extérieurs élevés (après la réduction de ces derniers depuis quelques trimestres...). Les Chinois feront tout pour que leur monnaie suive le dollar à la baisse, les Japonais veulent absolument éviter une appréciation du yen, la livre sterling va demeurer faible. Conclusion : parce que toutes les devises ne peuvent pas chuter en même temps et qu'au moins l'une d'entre elles doit s'apprécier, l'euro risque d'être celle-ci. L'appréciation de l'euro, par delà d'inévitables mouvements à court terme, serait alors la conséquence de la stratégie activiste de change poursuivie dans d'autres zones.

Quelles perspectives pour les marchés financiers ?

En 2009, le CAC 40 a progressé d'environ 22%. L'élan va-t-il se poursuivre ? Par delà la volatilité du très court terme, la tendance devrait rester favorable en 2010, même si la montée du CAC 40 pourrait être plutôt de l'ordre de 10 à 15% cette année.

Plusieurs facteurs plaident en tout cas dans ce sens. Comme indiqué, il y a beaucoup de liquidités dans le monde, et elles se trouvent forcément quelque part. Il est sans doute trop tôt pour revenir en force dans l'immobilier, car les corrections n'y sont pas terminées dans nombre de pays. Le marché obligataire n'est certainement pas à fuir, mais il va devenir plus risqué au fur et à mesure que l'« indigestion » de dettes publiques va se concrétiser. L'or, qui avait beaucoup monté au dernier trimestre 2009, ne fournit pas un placement spécialement attractif sur le moyen terme, dans la mesure où l'inflation devrait rester sous contrôle. Les marchés financiers émergents ? Il faut y investir pour aller chercher la croissance là où elle est, mais de façon raisonnable car ces marchés restent en général fort peu liquides. Les matières premières, énergétiques ou non, envisagées comme classes d'actifs ? Les prix du pétrole remonteront forcément assez vite, de manière significative, mais pas nécessairement dans les six prochains mois. Conclusion : les marchés d'actions dans les pays les plus avancés restent attractifs, pour des raisons négatives (le couple rendement/risque des autres placements), mais aussi pour des raisons positives : reprise (même modérée), maintien de politiques monétaires très accommodantes, profitabilité des entreprises souvent au dessus des anticipations du marché...

Christian de Boissieu
Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)
(rédaction achevée le mardi 12 janvier 2010)

LE POINT DE VUE DU GÉRANT

L'engagement implicite de tous les grands pays du monde à soutenir les institutions présentant un risque systémique pour l'économie globale a été un événement historique. Couplé aux injections massives de liquidités par les autorités monétaires et les gouvernements du monde entier, il a permis de rassurer peu à peu les intervenants sur les marchés financiers. Sur le plan économique, la force du cycle de reprise économique a surpris la plupart des prévisionnistes. D'autre part, les niveaux records de sous-investissement et le bas niveau des rendements des actifs sécuritaires (monétaire, obligations d'Etat) ont conduit les investisseurs à se porter vers les actifs à risque (actions, obligations d'entreprises, matières premières) contribuant ainsi à leur forte progression au cours des trois derniers trimestres de l'année 2009.

Pour 2010, les politiques monétaires et fiscales actuelles devraient continuer à soutenir le prix des actifs réels et financiers, au moins sur la première partie de l'année. En effet, un durcissement prématuré des conditions de liquidité est peu probable car, dans un environnement d'inflation modérée, de croissance faible et de niveau de chômage élevé, les gouvernements et banques centrales n'ont quasiment plus de marge de manœuvre en cas de rechute de l'activité. Par ailleurs, les plans de relance décidés n'ont pas encore totalement été mis en place dans de nombreux pays, et certaines mesures de soutien seront prolongées au moins sur le premier trimestre 2010.

En revanche, à horizon de quelques mois, la hausse des taux directeurs et l'extinction des plans de soutien étatiques auront, lorsque ceux-ci surviendront, des conséquences incertaines, et potentiellement dévastatrices.

En ce qui concerne les actifs risqués en 2010, il semble donc qu'il faille d'abord investir... mais pour mieux revendre ensuite. L'année 2010 sera une année de forte volatilité, et les investisseurs devront savoir être mobiles dans leur allocation.

Les investisseurs qui seraient freinés par ce risque de retournement pourront se tourner vers les actifs dits sécuritaires. Mais les obligations d'Etat sont-elles toujours une valeur refuge pertinente ? En effet, les déséquilibres qui ont provoqué la crise financière subsistent, car l'endettement insoutenable du secteur privé a simplement été transféré vers la sphère publique. Il ne faut donc plus négliger les risques d'insolvabilité des états, comme le rappellent les événements relatifs à Dubaï et à la Grèce. Par conséquent, nous sommes convaincus qu'il sera particulièrement délicat en 2010 de se reposer uniquement sur les classes d'actifs traditionnelles.

Ce sont ces incertitudes qui devraient fournir aux gérants réactifs les meilleures opportunités de performance en 2010 et c'est pourquoi la grande majorité des stratégies de gestion alternative devraient offrir des perspectives de rendement intéressantes au cours des trimestres à venir.

Sur les actions, les valorisations sont actuellement en ligne avec leur moyenne historique et le potentiel de performance est probablement bien moindre qu'en 2009. Une nette progression des cours viendrait essentiellement de bonnes surprises sur les résultats des entreprises. Or les attentes de hausse des bénéfices dans certains secteurs sont déjà très fortes (+57% pour le secteur informatique américain, +28% pour l'industrie en Europe). Les possibilités de voir les entreprises décevoir lors de l'annonce de leurs résultats seront donc plus nombreuses qu'en 2009, ce qui devrait offrir des opportunités de se positionner à la baisse sur ces titres. Comme par ailleurs la dispersion sectorielle devrait rester importante étant donné les écarts d'anticipation de résultats sur les différents secteurs, tout concourt à un environnement favorable aux stratégies L/S Ac-

tions. Enfin, le nombre et les volumes d'opérations de Fusions/Acquisitions sont en hausse constante depuis juillet 2008, avec des primes toujours relativement importantes pour les arbitragistes.

Les marchés de taux réservent probablement le plus fort potentiel pour les gérants alternatifs tant en directionnel qu'en arbitrage. La volatilité sur les taux longs reste en effet élevée, comme l'illustre la hausse de 60bps des taux des Bons du Trésor américain à 10 ans sur le seul mois de décembre. L'amplitude des mouvements sur les taux longs des grandes devises est d'ailleurs la principale source de performance des gérants L/S Fixed Income et Global Macro. Or, tout porte à croire que la volatilité restera élevée en 2010, alimentée par les émissions d'emprunts d'Etat toujours nombreuses (à titre d'exemple l'Allemagne émettra en 2010 40% de plus qu'en 2009), et par le ralentissement voire la fin de l'assouplissement quantitatif. Une poursuite de la baisse récente des prix des obligations d'Etat pourrait faire peur à certains investisseurs... Qui plus est, les incertitudes liées au timing de hausse des taux courts dans le G20 (l'Australie et la Norvège ont déjà remonté leurs taux directeurs) et les divergences entre les politiques monétaires des grandes banques centrales seront, à l'évidence, générateurs d'opportunités sur les marchés monétaires. Le thème de l'inflation est également une source de performance présente et future pour les gérants, avec une hausse probable en début d'année (liée aux effets de base), puis une rechute, voire un retour de la déflation si la reprise économique ne se confirme pas. Enfin, les arbitragistes pourront, entre autres, bénéficier de la forte pentification des courbes de taux (positions de roll-down), du retrait des mesures non conventionnelles et des positions entre pays, par exemple au sein de l'Europe où les différences de spreads évoluent avec de la volatilité, et où les opportunités d'arbitrage sont parfois très rentables.

Sur le marché des changes, la volatilité est également toujours élevée et devrait le rester. En effet, les devises sont désormais le seul vecteur d'ajustement en cas de ralentissement économique, puisque les gouvernements ont épuisé toutes leurs munitions sur les plans monétaire et budgétaire. La volatilité des taux de croissance dans le G20 est actuellement le double de sa moyenne historique comme l'illustre l'évolution des parités de change.

Les devises et dettes des pays émergents continueront probablement de bénéficier d'une bonne orthodoxie budgétaire, avec un pourcentage de dette/PIB de 35% en moyenne contre 114% pour les pays développés. Leurs taux de croissance substantiellement plus élevés vont continuer d'attirer les investissements du monde développé, et c'est un thème prisé par bon nombre de gérants. Cependant, les positions uniquement à l'achat sont risquées comme l'ont rappelé les événements relatifs à la dette de Dubaï.

En conclusion, il nous semble que la plus grande partie des performances liées à la direction des marchés sont derrière nous. En revanche, il apparaît clairement que les opportunités de génération de performances non directionnelles seront nombreuses en 2010 sur la plupart des classes d'actifs. Nous sommes donc confiants en la capacité des gérants sélectionnés par HDF à tirer profit de la volatilité attendue sur les marchés, tant en valeur relative que grâce à une gestion très dynamique de leur exposition directionnelle.

Christophe Jaubert - Eric Debonnet - David Gilleron - Thierry de Rycke
HDF Finance - Rédaction achevée le 15 janvier 2010

PERFORMANCES AU 31 DECEMBRE 2009, EN EURO

			2009 YTD	5 ANS	10 ANS
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Strategies Part A EUR(ex HDF Multi Alternatives)	Objectif			
	HDF Multi Reactive Part A (ex HDF Trading) *	Gain absolu	9.86%	18.53%	55.16%
	Xiphias Investissement	Gain absolu	7.89%	31.97%	(1)
	HDF Capital Appreciation Part A	Gain absolu	13.21%	30.72%	95.65%
	Indice MSCI World (a)		31.18%	4.65%	-31.82%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Low Vol Part A	Gain absolu	5.72%	11.89%	41.89%
	HDF Global Arbitrage	Gain absolu	6.24%	12.04%	(1)
	Indice EONIA		0.77%	14.52%	34.96%
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A *	Gain absolu	8.02%	4.13%	(1)
	Moy. de la catégorie "Oblig. Intles" Morningstar		9.35%	10.87%	-
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	Gain absolu	8.10%	19.06%	60.53%
	HDF Global Long/Short *	Gain absolu	9.25%	18.43%	(1)
	HDF Europe Long/Short *	Gain absolu	11.42%	21.85%	(1)
ACTIONS CONTRE INDICES	HDF Global Equity Part A EUR	Gain relatif	28.95%	28.72%	35.07%
	Indice MSCI World (a)		31.18%	4.65%	-31.82%
	HDF Europe Equity Part A	Gain relatif	28.81%	33.90%	42.99%
	Indice MSCI Europe (a)		35.97%	14.86%	-15.04%
	HDF Emerging Markets Equity Part A EUR	Gain relatif	46.54%	71.99%	84.98%
	Indice MSCI Emerging Markets (a)		72.95%	94.84%	77.66%

* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle. (a) Dividendes réinvestis. (1) Fonds n'ayant pas suffisamment d'historique pour la période considérée.

Cette lettre a été réalisée uniquement à titre d'information et ne constitue donc pas un document contractuel ni une offre de vente. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.