



# HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

# en direct

Numéro 53 – Février 2004

L'agence *Lipper* (groupe *Reuters*) décerne à HDF le premier prix en gestion d'actions internationales (voir verso).

Nous passons très vite, et même trop vite, de l'espoir à l'inquiétude en fonction des derniers indicateurs disponibles (un indice IFO sur le moral des industriels allemands en février 2004 en recul, des créations d'emplois aux Etats-Unis beaucoup moins dynamiques que prévu au regard de la forte reprise de l'activité, etc.). La difficulté du diagnostic et du pronostic conjoncturel est, comme d'habitude, de décrypter les lignes de force qui prévalent derrière les indications à la petite semaine.

Tout, ou beaucoup, continue de dépendre de la conjoncture américaine. Car l'Europe reste très dépendante du cycle américain, de façon directe *via* les échanges commerciaux bilatéraux, mais surtout de manière indirecte par la caisse de résonance que constituent les pays émergents. On en fait l'expérience à nouveau : toute inflexion dans la croissance américaine se répercute pleinement, et presque sans délai, dans la conjoncture de l'Asie du Sud-Est, de l'Amérique latine..., ce qui influe assez vite sur les exportations européennes (cf. le rebond des exportations allemandes depuis l'été dernier).

Pour 2004, la reprise aux Etats-Unis va se poursuivre sur la lancée de 2003, dopée par des taux d'intérêt exceptionnellement bas, la poursuite des baisses d'impôts et du recul du dollar. Du côté américain, tous les feux sont au vert, conduisant à anticiper pour 2004 une croissance moyenne comprise entre 4 et 4,5 % (difficile de prétendre être beaucoup plus précis, ou alors la précision devient en fait un aveu de prétention ou d'ignorance des aléas en jeu...). Le principal débat reste le suivant : cette croissance rapide mais pas anormale pour les Etats-Unis, située un peu au-dessus de leur croissance potentielle estimée à 3,5 % par an, va-t-elle continuer de se faire sans beaucoup de créations d'emplois ? La contrepartie arithmétique de cette reprise peu généreuse en emplois est, bien sûr, la persistance de gains de productivité élevés. Mais il ne faut sans doute pas extrapoler ce qui se passe depuis près d'un an, pour au moins deux raisons : 1) cette reprise américaine est moins atypique qu'on veut bien le dire, et elle va finir par se traduire dans les prochains mois par plus d'emplois et un recul significatif du taux de chômage ; 2) les gains de productivité vont, malgré tout, demeurer impressionnants et bien distinguer les Etats-Unis des médiocres performances européennes en la matière. L'exemple américain depuis 1995 confirme ce qu'il était facile de pressentir : une économie vraiment dynamique arrive à combiner croissance, gains de productivité et plein emploi (voire suremplei).

Etant donné que l'économie américaine va en 2004 continuer sur sa lancée, le débat se déplace déjà vers 2005. Feu de paille prévisible à la lumière du surendettement de certaines entreprises et de certains ménages et des déficits "jumeaux" (budgétaires et extérieurs), léger repli ou accélération vers des rythmes qui nous font pâlir de jalousie en Europe, par exemple 5-6 % ? Parmi ces trois scénarios, je privilégie le second : la croissance américaine sera l'année prochaine en faible repli par rapport à 2004, comprise entre 3,5 et 4 %, un peu ralentie donc par le

resserrement très graduel de la politique monétaire de la Fed et par la nécessité pour le Président élu en novembre prochain de commencer à se préoccuper du déficit budgétaire fédéral en pleine dérive.

Evidemment, la configuration globale est moins rose en Europe, spécialement dans la zone euro (le Royaume-Uni va bien. Tant mieux pour lui, et tant mieux pour ses partenaires de la zone euro !). Dans cette zone, la croissance devrait être comprise entre 1,8 et 2 % en 2004, et la France devrait être dans cet ordre de grandeur. C'est toujours mieux que le 0,4 % de 2003 (pour la zone) et le 0,2 % pour la France. Mais ce genre de chiffrage ne fournit guère de marge de manœuvre ni du côté de l'emploi –d'où la difficulté pour la France, l'Allemagne... de continuer les indispensables réformes structurelles dans un contexte de grande fragilité sociale- ni du côté des finances publiques –d'où des tensions qui vont perdurer entre Bruxelles d'un côté, Paris et Berlin de l'autre à propos des budgets publics et du pacte de stabilité. Si la France veut atteindre en 2005 un déficit public de 2,9 % ou 3 % de son PIB, il faut qu'elle soit au maximum à 3,6-3,7 % en 2004, et cela est loin d'être gagné d'avance.

La baisse du dollar n'empêche pas la reprise en Europe, mais elle en fixe certaines limites. Je persiste à croire que la remontée de l'euro n'est pas achevée et que des niveaux de 1,30-1,35 dollar pour un euro restent envisageables pour le printemps 2004. S'il en était ainsi, il y aurait là de quoi tester le pragmatisme et la réactivité de la BCE... Une BCE qui, pour l'instant, s'abrite derrière l'argument du taux d'inflation pour ne pas baisser son taux directeur, mais qui ne pourra plus utiliser très longtemps cet argument car le taux d'inflation devrait retomber assez vite sous la fameuse limite de 2 % dans la zone euro.

Derrière les contrastes et les divergences dans l'économie mondiale, il existe une note d'optimisme qui confirme un verre à moitié plein plutôt qu'à moitié vide. La poursuite de la remontée des bourses, alimentée en particulier par la productivité et les profits des entreprises américaines, concerne la plupart des places financières. Résistera-t-elle à une remontée des taux directeurs de la Fed, qui pourrait s'amorcer en mai-juin pour conduire, en trois mouvements de 50 points de base chacun, à un taux directeur de 2,5 % à la fin de 2004 ? Je le crois, car cet effet taux d'intérêt (négatif) devrait rester en deçà de l'effet profitabilité (positif). C'est pourquoi un objectif de 4000 pour le CAC 40 à l'été 2004 me paraît tout à fait plausible, sauf choc géopolitique mondial majeur que par hypothèse personne ne saurait prévoir...

Christian de Boissieu  
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)  
Rédaction achevée le 25 février 2004

## Les perspectives économiques

L'optimisme prudent indiqué dans notre lettre d'information du 4<sup>ème</sup> trimestre 2003 reste d'actualité et s'est sans doute légèrement renforcé, au moins à l'horizon de l'année 2004, la reprise économique mondiale se confirmant progressivement au cours des derniers mois.

Ces perspectives encourageantes pour 2004 doivent être tempérées à plus long terme en raison de la vulnérabilité de cette reprise à l'égard des problèmes de fond que sont les déficits jumeaux américains, la baisse déjà forte du dollar et l'insuffisance des réformes de structure dans plusieurs pays européens, dont la France en particulier.

Dans les prochains mois, la croissance dans les économies développées va continuer à bénéficier de taux d'intérêt à court terme généralement bas. Cet environnement sera favorable (a) au maintien de la consommation à des niveaux élevés, (b) au soutien de marchés immobiliers et (c) à la poursuite de la reprise des investissements des entreprises.

Néanmoins, il faut s'attendre à un relèvement des taux à court terme aux Etats-Unis au cours de l'année 2004, en raison de la reprise de la croissance et de leur niveau actuel historiquement bas. Des premières hausses ont déjà été constatées en Grande Bretagne et en Australie.

Jusqu'à présent, la baisse du dollar n'a pas eu d'impact fortement négatif sur les économies européennes

qui ont bénéficié en sens inverse de la reprise de la demande internationale, et de la baisse des cours des matières premières dont le pétrole, exprimée en dollars US. Cependant, l'Europe manque toujours de politiques économiques, sociales, fiscales communes. La force de l'euro est conjoncturelle et non structurelle.

Dans ce contexte plutôt positif, la question majeure concerne la durée de la reprise aux USA dont l'économie est vulnérable à plusieurs titres et dont les perspectives seront inévitablement affectées par l'élection présidentielle en novembre, quel qu'en soit le vainqueur.

Les marchés actions : Dans le scénario esquissé plus haut, les marchés actions devraient connaître, sauf accident géopolitique majeur, la poursuite de la progression constatée en 2003 mais à un rythme moindre et sans exclure une correction au cours de l'année. Le niveau déjà élevé des valorisations peut être source d'inquiétude mais il s'explique principalement par le niveau très bas des taux à court terme et par

les liquidités apportées par des politiques monétaires et fiscales très accommodantes. Le rythme d'augmentation des taux courts et les résultats des entreprises constitueront donc les facteurs clef de l'orientation des bourses dans les prochains mois. Les gérants fondamentaux « stock picker » devraient sur performer les indices en 2004.

Les marchés de taux : Après une première alerte au cours de l'été 2003, les taux longs sont aujourd'hui doublement vulnérables : d'une part, à l'évolution des taux courts et, d'autre part, aux besoins croissants des USA, comme de certains pays européens, pour faire face à des déficits de balances des paiements courants et/ou budgétaires, sans parler, en ce qui concerne les USA, du besoin de compenser l'impact de la baisse du dollar. L'année 2004 s'annonce donc comme celle d'un retournement, quand bien même progressif, dans les marchés de taux.

Les portefeuilles : Les résultats fournis par la multi-gestion alternative au cours de la période 1999-2003 ont confirmé la pertinence de ce mode de gestion, pas seulement sous un angle tactique ou circonstanciel, mais encore plus sous l'angle de l'allocation stratégique à long terme.

Les fonds de multi-gestion alternative gérés par HDF ont d'une part produit des résultats positifs tout au long de la période des fortes baisses boursières en 2000-2002, mais ils ont aussi montré leur capacité en 2003 à capter l'essentiel des hausses des marchés actions ou, pour les fonds de type obligataire, leur capacité à résister aux hausses de taux longs. A la lumière des résultats enregistrés par la gestion pratiquée par HDF depuis bientôt 20 ans, il est clair que la multi-gestion alternative doit figurer dans les portefeuilles comme une composante stratégique de long terme. Les fonds HDF de ce type (voir résultats ci-dessous) apportent une vraie diversification dans les outils de gestion et un vrai contrôle du risque.

**Parallèlement aux robustes résultats de ses fonds de gestion alternative, HDF enregistre également de solides résultats en multi-gestion classique, comme en témoignent les premiers prix accordés au fonds HDF Europe Equity par l'agence Europerformance en 2003 et plus récemment au fonds HDF Global Equity par l'agence de notation Lipper (groupe Reuters) pour les performances sur 3 ans en termes de couple rentabilité/risque.**

Nous vous remercions de votre confiance.

Christian Bartholin - Gilles du Fretay - Christophe Jaubert  
HDF Finance – Rédaction achevée le 24 février 2004

## PERFORMANCES COMPAREES AU 30 JANVIER 2004 (en euros)

MULTI GESTION	ANCIENS NOMS	NOUVEAUX NOMS	Perf sur 5 ans
ALTERNATIVE	MONDINVEST ARBITRAGE <i>Indice EONIA Capitalise Jour</i>	HDF ARBITRAGE	31.24% 18.55%
	MONDINVEST GESTION ALTERNATIVE	HDF MULTI ALTERNATIVES	41.94%
	ASCLÉPIOS <sup>(1)</sup>		59.40%
	MONDINVEST OPPORTUNITES INTERNATIONALES	HDF GLOBAL OPPORTUNITIES	59.41%
	XIPHIA INVESTISSEMENT <sup>(1)(2)</sup> <i>Indice MSCI World *</i>		83.76% -18.05%
CLASSIQUE	MONDINVEST EUROPE <i>Indice MSCI Europe *</i>	HDF EUROPE EQUITY	27.25% -18.54%
	MONDINVEST CROISSANCE <i>Indice MSCI World *</i>	HDF GLOBAL EQUITY	28.10% -18.05%
	MONDINVEST EMERGING GROWTH <i>Indice Emerging MK Free *</i>	HDF EMERGING MARKETS EQUITY	79.51% 42.20%
MIXTE	MONDINVEST PATRIMOINE <i>Indice MSCI World *</i>	HDF PATRIMOINE	47.84% -18.05%

(1) Sans changement

(2) Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

\* Dividendes non réinvestis