



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 54 – Septembre 2004

Le magazine Euromoney nomme HDF « meilleur spécialiste français de la gestion alternative » pour sa gamme d'OPCVM de fonds alternatifs (janvier 2004)

Un optimisme raisonnable

Après une sorte de faux plat à mi-2004, l'économie mondiale connaît des signes de rebond. Même l'Europe continentale va mieux (ou moins mal, selon l'humeur de chacun) que prévu.

Un tour d'horizon plutôt rassurant

Du côté américain, les derniers chiffres de l'emploi -celui pour juillet avec un peu plus de 140 000 créations nettes d'emplois et les chiffres de mai-juin revus à la hausse- suggèrent une croissance toujours vigoureuse. Certes le second trimestre a été un peu en retrait par rapport au premier, mais, en moyenne sur l'année 2004, la croissance du PIB en volume va être de 4-4,5 %. Globalement parlant, et en comparaison des phases antérieures de reprise, cette croissance demeure assez pauvre en créations d'emplois. Il faut y voir, à court terme, la persistance de gains de productivité rapides, mais aussi l'impact quasi instantané de certaines délocalisations industrielles. Dès qu'on passe de la photographie au film, de la statique à la dynamique, l'effet des délocalisations dans l'industrie, dans les services ... sur l'emploi domestique est beaucoup plus compliqué et incertain. Quoi qu'il en soit, la croissance devrait un peu décélérer à la fin 2004 et courant 2005, pour déboucher sur un chiffre en moyenne annuelle autour de 3,5 % en 2005 (chiffre qui correspond grosso modo au potentiel de croissance sur le moyen terme des Etats-Unis). D'où va venir ce ralentissement ? Des conséquences de la remontée déjà amorcée des taux de la Fed, de la nécessité pour le président élu en novembre, que ce soit Bush ou Kerry, de maîtriser un déficit budgétaire en pleine dérive, du ralentissement de la Chine, etc. L'économie, et spécialement le rythme des créations d'emplois, vont influencer certainement sur l'élection présidentielle, dans le contexte géopolitique que l'on connaît (Irak, etc.).

Le Japon, quant à lui, s'en tire plutôt bien, et nettement mieux que prévu. Contre toute attente, il connaît une croissance (en rythme annuel) d'environ 4 %. La volatilité des statistiques et la persistance d'un certain nombre de défis structurels rendent délicates les prévisions à court terme ; elles incitent à une certaine prudence, même si les investisseurs auraient tort de négliger l'archipel nippon.

L'Europe reste une terre de contrastes, malgré l'euro et l'accélération de certaines convergences. Hors zone euro, le Royaume-Uni continue à bien se porter. Tant mieux pour lui, mais aussi pour nous ... Le début de tassement du marché de l'immobilier, sous l'effet des durcissements monétaires successifs (et sans doute non terminés) de la Banque d'Angleterre est plutôt rassurant, tant les débordements y ont été excessifs ces dernières années. La France va mieux que prévu. Elle devrait afficher une croissance de 2,5 % en 2004, probablement un chiffre proche en 2005. Elle se situe cette année nettement au-dessus de la moyenne de la zone euro. Ceci ne va pas régler mécaniquement nos deux points noirs, le chômage et les déficits publics.

Les défis à relever

J'évoque les principaux, sans chercher à être exhaustif.

1) Le pétrole et l'inflation. Le pétrole a occupé le devant de la scène pendant l'été, compte tenu des tensions enregistrées (avec un baril qui a même avoisiné 50 dollars). Même si les causes de ces tensions n'ont pas disparu (Irak, affaire Youkos en Russie, pression due aux réserves insuffisantes aux Etats-Unis, etc.), nous sommes déjà revenus autour de 40 dollars. Un niveau certes élevé, sans qu'il faille pour autant parler d'un vrai « choc ». Le prix du baril va probablement se situer entre 30 et 40 dollars d'ici la fin de l'année. Conclusion mécanique : l'inflation, qui a augmenté ces derniers mois sans constituer pour autant un vrai danger, devrait décélérer et, de toute façon, demeurer sous contrôle.

2) Les déficits américains et le dollar. Les déficits « jumeaux » (budgétaires et extérieurs) des Etats-Unis vont rester dans le paysage de 2004-2005 (et au-delà), empêchant le dollar de rebondir significativement vis-à-vis de l'euro.

3) L'atterrissage de la Chine. En douceur ou en catastrophe ? De toute façon, la Chine va connaître un ralentissement, mais elle a encore les moyens d'éviter le « crash landing ». Par une politique économique adaptée, elle est susceptible de gérer la transition d'une croissance de plus de 9 % à environ 7-8 %. Mais cette transition va avoir des conséquences non seulement pour la Chine mais aussi pour l'économie mondiale (par exemple, sur les prix du pétrole et des autres matières premières).

4) La lutte contre le chômage. Ce défi concerne avant tout l'Europe continentale, où il demeure majeur. La croissance européenne est encore moins riche en emplois que la croissance américaine. La contrepartie favorable de ce trait défavorable est que les entreprises européennes (dont les entreprises françaises) dégagent des gains de productivité nettement plus substantiels qu'avant. A terme, la productivité est l'amie de l'emploi. Dans l'instantané, elle peut faire apparaître des arbitrages au détriment de l'emploi. A la différence des Etats-Unis, la zone euro a des difficultés structurelles à concilier la croissance, les gains de productivité et l'emploi.

Quelles prévisions financières à court terme ?

Pour les taux d'intérêt à court terme, l'hypothèse est que la BCE va maintenir son taux directeur à 2% jusqu'à la fin de 2004. Elle ne va pas l'abaisser, mais elle n'a pas non plus de raison de se précipiter pour le monter. Par contre la Banque d'Angleterre pourrait assez rapidement donner un tour de vis supplémentaire pour favoriser « l'atterrissage » du marché immobilier. Quant à la Fed, on peut penser qu'elle va attendre la fin de l'élection présidentielle pour relever à nouveau son taux directeur. Celui-ci pourrait être proche de 2 % d'ici la fin de l'année. Conséquence : le différentiel des taux courts (nominaux) entre les Etats-Unis et la zone euro va continuer à se réduire. Toutes choses égales par ailleurs, ceci viendrait, dans les mois qui viennent, limiter une possible décade du dollar vis-à-vis de l'euro.

Les taux à long terme ont significativement reculé pendant l'été, en tout cas sur les titres d'Etat. Il faut y voir avant tout l'impact de l'instabilité et de l'incertitude géopolitique ambiante. N'extrapolons surtout pas l'évolution récente en la matière, car le balancier est sans doute allé trop loin dans le sens de la décade des taux longs.

On ne peut qu'être frappé en ce moment par le « grand écart » entre d'un côté la reprise et les profits affichés par les grandes entreprises, de l'autre les hésitations et le manque de direction claire des bourses. A terme, il faut compter sur une « reconnexion ». Comment ? Par une remontée des bourses ou par une chute sensible de la croissance ? Je crois encore à la possibilité du premier scénario, compte tenu des principales hypothèses évoquées plus haut. Autrement dit, le CAC à 4 000, c'est possible assez vite. Pas nécessairement en décembre 2004 (comme je le croyais avant l'été), mais vers février-mars 2005.

Quant aux taux de change, la parité euro-dollar s'est stabilisée depuis quelques mois dans un corridor assez étroit (entre 1,18 et 1,25 dollar pour un euro). Cette relative stabilisation pourrait perdurer à court terme, car des forces contraires entrent en jeu : les déficits américains poussent le billet vert à la baisse, tandis que la croissance américaine (en comparaison de celle de la zone euro) et la remontée des taux de la Fed le tirent plutôt vers le haut.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 7 septembre 2004

Depuis plus de 20 ans que nous gérons le patrimoine d'investisseurs privés et institutionnels, nous nous sommes efforcés d'identifier les tendances lourdes économiques, géopolitiques, sociologiques et démographiques de la planète. Seules ces dernières sont déterminantes dans l'évolution des cycles économiques et financiers, et par voie de conséquence sur le prix des actifs.

Les évènements parasites au jour le jour intéressent les gérants de trading, pas HDF car ils ne sont pas durables et ne peuvent pas sous-tendre une politique d'investissement. A titre d'exemple, la récente remontée du prix du baril de pétrole au-delà de 40\$ qui a été fortement médiatisée durant l'été n'a rien de dramatique. Un prix de 80\$ le baril correspondrait à peine, à prix constant, au prix de 1978. De plus une remontée du prix du baril de 10\$ supplémentaire ne réduirait la croissance économique que d'environ 0.6% p.a. Par contre, nous sommes très attachés à mieux comprendre les implications de l'émergence des nouveaux grands pouvoirs économiques au niveau mondial, dont bien entendu la Chine sans oublier l'Inde et le Brésil.

Ces implications sont multiples : besoin accru en matières premières, réservoir profond de main-d'œuvre à bas prix et quelquefois très qualifiée, capacité de production renouvelée et compétitive, production de biens bon marché alimentant la concurrence internationale et le niveau des prix, etc. Les délocalisations et le chômage que ceci induit représentent le côté négatif de l'équation. A terme cependant, ces pays neufs seront nos partenaires de développement économique. Déjà aujourd'hui ils sont acheteurs des produits de haute technologie que notre expertise industrielle nous permet de produire.

Les systèmes économiques étant par définition en équilibre instable, nous pensons qu'après 25 ans de désinflation et de baisse de taux d'intérêt sous le leadership de l'économie américaine, nous rentrons dans une nouvelle phase où les moteurs de la croissance économique seront partagés entre les Etats-Unis et l'Asie. Le financement, pour raison d'intérêt stratégique commun, de la dette américaine par les banques centrales japonaise et chinoise en est un exemple. L'enrichissement progressif des populations asiatiques contribuera pour longtemps à assurer une croissance mondiale et à enrichir les entreprises qui y participeront. Cela se traduira par une tension soutenue sur le prix des matières

premières et le prix du capital. Une remontée progressive des taux d'intérêt nous paraît probable dans un contexte de croissance assez élevée.

A plus court terme, les marchés d'actions ont retrouvé grâce à une forte remontée des bénéficiaires un niveau de valorisation raisonnable –sans plus. Une secousse géopolitique peut les faire baisser brutalement comme une détente du prix du pétrole peut les faire remonter.

Le pronostic à court terme est difficile et nous nous refusons donc à faire des paris trop directionnels. Les taux d'intérêt courts sont sous contrôle de la banque centrale américaine et ne devraient remonter que progressivement. Les taux longs nous paraissent trop bas et donc vulnérables. Les doubles déficits américains (budgétaire et commercial) devront être repris en main par la nouvelle équipe au pouvoir quelle qu'elle soit et peuvent créer indirectement des tensions sur le niveau des taux et les marchés de crédit.

2004 est une année difficile en raison en particulier du retournement de tendance concernant les taux d'intérêt, de la remontée du prix du pétrole, des élections américaines et des risques d'attentats. Les gérants, même compétents, ont souffert des marchés inquiets et erratiques.

En conclusion, notre stratégie d'investissement s'articule autour des thèmes centraux suivants. Sur les marchés actions, nous privilégions les stratégies de stock picking (traditionnelles ou alternatives) où la différence se fait par la qualité de l'analyse financière des gérants. En d'autres termes, nous cherchons à construire une performance à partir de l'alpha plus que du bêta.

Sur les marchés obligataires, nous gardons notre réserve sur les obligations d'Etat à durée longue. Nous favorisons les placements courts à risques modérés et surtout les stratégies alternatives de crédit.

Nous continuons à faire confiance aux gérants les plus sûrs qui nous ont permis dans la durée d'assurer des performances solides et régulières.

Nous vous remercions de votre confiance et restons à votre disposition pour d'éventuelles questions.

Christian Bartholin - Gilles du Fretay - Christophe Jaubert
HDF Finance – Rédaction achevée le 8 septembre 2004

PERFORMANCES AU 27 août 2004 (en euros)

| MULTI GESTION | | sur 1 an | sur 3 ans | sur 5 ans |
|---------------------|-----------------------------|----------|-----------|-----------|
| ALTERNATIVE | HDF Arbitrage | 2.91% | 11.81% | 26.58% |
| | Indice EONIA | 2.07% | 8.67% | 18.11% |
| | HDF Multi Alternatives | 3.58% | 14.56% | 35.57% |
| | Asclepios | 5.00% | 16.02% | 43.39% |
| | HDF Global Opportunities | 4.57% | 13.36% | 44.89% |
| DOMINANTE CLASSIQUE | Xiphias Investissement ** | 8.02% | 22.14% | 65.91% |
| | Indice MSCI World * | 4.03% | -23.35% | -28.43% |
| | HDF Europe Equity | 8.69% | 1.84% | 21.22% |
| | Indice MSCI Europe * | 9.72% | -21.01% | -24.97% |
| | HDF Global Equity | 9.28% | 11.79% | 17.64% |
| MIXTE | Indice MSCI World * | 4.03% | -23.35% | -28.43% |
| | HDF Emerging Markets Equity | 9.88% | 34.68% | 20.63% |
| | Indice MSCI EMF * | 6.42% | 10.89% | -6.90% |
| | HDF Patrimoine | 4.95% | 13.84% | 40.46% |
| | Indice MSCI World * | 4.03% | -23.35% | -28.43% |

* Dividendes non réinvestis

** Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.