



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Novembre 2004 – Le Journal des Finances et Le Figaro

Décernement à **HDF Finance** le 1^{er} prix dans la catégorie « **Gestion Alternative - Multi Stratégies de droit français** » pour **HDF Multi Alternatives**.

Numéro 55 – Décembre 2004

L'économie mondiale connaît un ralentissement de sa croissance depuis la mi-2004, sans qu'il faille pour autant parler de récession ou de déflation. Ce ralentissement est dû à des facteurs bien identifiés : tensions sur les prix du pétrole, relèvement des taux d'intérêt à court terme déjà amorcé aux Etats-Unis, au Royaume-Uni..., pour les pays de la zone euro premières conséquences de l'accélération de la chute du dollar et de la montée de l'euro, etc.... Les prévisions pour 2005 ont été revues à la baisse par les organismes internationaux et les Instituts de conjoncture. Désormais, les Etats-Unis devraient croître entre 3 et 3,5 % en 2005, le Japon à un peu plus de 2 % (après plus de 4 % en 2004), la zone euro à un peu moins de 2 %. La France, quant à elle, serait en 2005 autour de 2 % en moyenne. Un chiffre insuffisant pour réduire significativement le taux de chômage et pour corriger les déficits publics. Pour l'emploi et les finances publiques, il faudra compter sur des mesures volontaristes.

Le dollar et l'immobilier vont continuer à jouer un rôle charnière pour la conjoncture et l'évolution des marchés financiers.

Le risque pétrole m'a toujours paru, depuis un an, moins dommageable que le risque dollar. La (relative) détente des prix du baril fin novembre – début décembre confirme plutôt ce diagnostic. Pour 2005, je m'attends à un pétrole revenant entre 30 et 40 dollars le baril, ce qui constituerait, à court terme, une sorte d'équilibre satisfaisant à la fois pour les producteurs et pour les consommateurs.

La dégringolade du dollar fait désormais partie de notre quotidien, et ce n'est pas fini.

Les marchés ont parfaitement intégré les premiers messages de Bush sitôt réélu : les réductions massives d'impôts pratiquées aux Etats-Unis depuis 2000-2001 vont être pérennisées ; les dépenses publiques ont peu de chances d'être rapidement maîtrisées (et pas seulement à cause de l'Irak).

Autrement dit, le déficit budgétaire américain, déjà supérieur à 4 % du PIB pour l'exercice 2004, risque même de croître en 2005, de même que le déficit extérieur, l'autre composante des déficits « jumeaux », proche de 600 milliards de dollars en 2004 (près de 6% du PIB).

Si donc le dollar dévisse depuis près de deux ans, mais à un rythme accéléré dans les dernières semaines, malgré une croissance américaine nettement supérieure à celle de la zone euro et plusieurs relèvements récents de son taux directeur par la Fed, c'est parce que les investisseurs pensent que la configuration actuelle n'est pas tenable. Alan Greenspan lui-même partage ce point de vue. Et le sentiment de non-soutenabilité nourrit, par exemple, le souci de diversification de leurs réserves de change (vers l'euro,...) tout récemment exprimé par la Banque centrale de Russie, la Banque centrale de Chine.

Certes les déficits américains soutiennent la croissance mondiale. Mais ce bénéfice est en train d'être recouvert par le risque d'un krach du billet vert, par celui d'une remontée brutale des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et, par contre-coup, dans les autres pays, etc.

Il existe en principe plusieurs voies pour sortir de l'ornière dans laquelle s'enfoncent la finance mondiale. Un rebond de l'épargne privée aux Etats-Unis, spécialement du côté des particuliers ? Très franchement, ce rebond n'est pas crédible à l'horizon des deux-trois prochaines années. Une récession américaine pour réduire le déficit extérieur des Etats-Unis ? Ce serait le pire des scénarios, pour eux et pour nous. Reste donc, en première ligne, l'ajustement par la chute du dollar dont il n'est même pas sûr qu'elle résorbe, à terme, les déficits extérieurs américains.

Dans cette affaire, l'Europe fait figure de maillon faible. Car nombre de pays asiatiques font tout pour essayer de coller au dollar et de nous refiler ainsi le mistigri, c'est-à-dire l'essentiel de l'ajustement monétaire requis. Une remontée de l'euro vers 1,40-1,45 dollar fait désormais partie des éventualités pour les mois qui viennent.

L'euro fort soulage un peu notre facture pétrolière et notre taux d'inflation. Mais cela ne va pas compenser les incidences négatives

Le dollar et l'immobilier, clefs de 2005

pour la compétitivité de nos entreprises, la croissance et l'emploi. Comment prendre un peu plus notre destin en main ? Toutes les pistes doivent être exploitées.

La BCE manie un peu l'ambiguïté, s'inquiétant alternativement des risques inflationnistes ou des pressions récessionnistes dues au prix du pétrole. Elle reste dans la position qui consiste, pour freiner la chute du dollar, à compter sur de nouveaux relèvements des taux de la Fed. Même si le calcul est fondé, il comporte un inconvénient de taille : nous mettre entièrement dans la main de la politique monétaire américaine.

Qu'au moins la banque centrale européenne maintienne le statu quo monétaire en 2005. Mieux, qu'elle n'exclue pas de réduire son taux directeur (aujourd'hui à 2 %) en cas d'accélération du film, même si les autres (Etats-Unis, Royaume-Uni,...) continuent à relever le leur.

L'essentiel du débat concerne des interventions possibles sur le marché des changes. L'expérience montre que, pour être efficaces, de telles interventions doivent être coordonnées et bien ciblées dans le temps. Ne rêvons pas d'un soutien des Etats-Unis. Au niveau actuel, les Américains sont gagnants. A partir d'un certain seuil – 1,50 ou 1,60 dollar pour un euro ? – le jeu pourrait devenir perdants-perdants, avec un rebond significatif de l'inflation et des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Mais nous en sommes loin.

Au taux de change actuel, la BCE doit se concerter avec ses alliés « objectifs » pour préparer des actions futures si l'euro se rapprochait de 1,40 dollar. Il faut pouvoir compter sur une force de frappe suffisante, donc au moins sur l'appui de la Banque du Japon (qui freine tant bien que mal depuis deux ans l'ascension du yen), si possible de la Banque du Canada, de la Banque d'Angleterre, etc.

L'Europe serait d'autant plus le maillon faible que nombre de pays émergents continueraient d'ancrer leur monnaie au dollar. Parmi eux, bien sûr, la Chine. Il y a un an, je pensais qu'offrir aux Chinois un siège de plein exercice dans la concertation internationale les inciterait à plus de docilité monétaire. Le « marchandage » poussant à une réévaluation du yuan doit en pratique être plus global. Une source d'encouragement cependant : dans cette affaire, les intérêts des Américains, des Européens et des Japonais sont convergents. Il faut donc activer les bons leviers de la négociation vis-à-vis de la Chine.

Quant à l'immobilier, il s'agit d'un secteur spécialement sensible aux taux d'intérêt. La quasi-certitude de la poursuite de la hausse des taux directeurs de la Fed, pour atteindre 3,5 – 4 % dans le cours de 2005, le risque d'une remontée des taux longs après la forte décade de l'été 2004, devraient peser sur l'immobilier dans les mois qui viennent. Je n'annonce pas de krach immobilier à court terme, seulement une décélération dans la hausse des prix, voire certaines baisses de prix (comme celle déjà amorcée en Grande-Bretagne). La bonne question du point de vue de la gestion financière est donc la suivante : où se dirigera l'argent frais qui ira moins volontiers qu'avant vers l'immobilier ? Une partie se portera vers les marchés d'actions, compte tenu des risques du marché obligataire (dans la perspective d'une remontée des taux longs).

Si donc je maintiens ma prévision du CAC40 autour de 4000 vers février – mars 2005 par delà l'inévitable volatilité financière à court terme, cela tient à la conjugaison de deux hypothèses : 1) la profitabilité des grandes entreprises devrait être suffisante pour compenser, à court terme, l'effet négatif dû à la hausse de taux longs ; 2) un redéploiement partiel des placements de l'immobilier vers les marchés financiers va intervenir. On se rend compte désormais que l'immobilier est un élément décisif pour l'évolution économique comme pour les marchés financiers, par les effets de richesse (positifs ou négatifs selon les cas) qu'il engendre et par les arbitrages de portefeuille qu'il déclenche.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 6 décembre 2004

LE POINT DE VUE DU GÉRANT

La presse s'est fait l'écho du fait que la gestion alternative ne serait plus capable d'offrir aux investisseurs des rendements satisfaisants. Qu'en est-il vraiment ?

Différencions d'abord gestion alternative directionnelle et gestion alternative "hedgée", c'est-à-dire protégée par des positions longues et courtes.

La première surfe sur les tendances de marché. Elle est spéculative, risquée et accoutumée à des performances erratiques et imprévisibles.

La seconde, la gestion alternative "hedgée", a prouvé depuis 20 ans une forte capacité à performer régulièrement, de manière décorrélée des marchés, en protégeant le capital dans les phases de correction boursière et en profitant largement des phases haussières de marché.

Le niveau de performance peut varier, plus fort certaines années, plus faible d'autres (1994, 1998, 2004) mais sur l'ensemble d'un cycle boursier, cette technique de gestion a démontré sa capacité à battre les indices avec moins de volatilité, donc de risque, que les indices.

Les performances des différents fonds gérés par HDF depuis plus de 15 ans confirment cette analyse.

Faut-il donc réellement s'inquiéter des performances plus modestes de 2004 ? La réponse mérite d'être nuancée. N'oublions pas que les performances 2004 suivent celles de la période 2000-2003 où la gestion alternative avait progressé de 15 à 20% tandis que les gestions traditionnelles perdaient de 40 à 60%. Il est vrai que certaines stratégies de gestion "hedgée" ont récemment attiré des capitaux importants (exemple : l'arbitrage d'obligations convertibles), ce qui a contribué à réduire les inefficiences de marchés, et donc les opportunités d'arbitrage, en particulier dans un contexte de faible volatilité des indices.

Il est donc important de pratiquer une gestion flexible arbitrant certaines stratégies de gestion temporairement moins rentables pour d'autres plus intéressantes. Ceci fait partie de notre métier et de notre approche active de la gestion de portefeuille.

En résumé, la notion de performance en gestion alternative se définit à l'aide d'objectifs complémentaires.

1/ Protéger le capital à court terme.

2/ Revaloriser le capital à long terme au-delà du taux sans risque et si possible au-delà des indices de marché.

3/ Profiter de la volatilité à la hausse en contrôlant la volatilité à la baisse.

4/ Diversifier les portefeuilles avec de nouveaux outils de gestion.

5/ Assurer une performance régulière positive décorrélée des indices de marché.

Revenons maintenant à notre stratégie d'investissement. Nous partageons largement les thèmes développés par Christian de Boissieu tout en y apportant un certain nombre de nuances.

Nous estimons que la progression des indices de marché d'actions est limitée pour un certain nombre de raisons.

a/ Le niveau de valorisation actuel est raisonnable mais certainement pas très bon marché.

b/ Le ralentissement économique mondial entamé en 2004 qui se poursuivra en 2005 se traduira inévitablement par un ralentissement de la croissance des bénéfices des entreprises.

c/ Les taux d'intérêt US sont sur une pente haussière soit par l'action de la Fed sur les taux courts, soit par la pression potentielle des opérateurs sur les taux longs. La progression des marchés d'actions sera difficile.

d/ La chute du \$ US fait souffrir le tissu industriel européen.

e/ Les risques géopolitiques n'ont pas disparu.

En conclusion, nous conservons une stratégie d'investissement basée sur :

1/ Le stock-picking fondamental (traditionnel et alternatif) où nous recherchons la performance à travers de l'alpha d'expertise financière plutôt que par du beta donné par le marché.

2/ La prudence sur les obligations d'Etat et les stratégies obligataires directionnelles.

3/ La recherche de stratégies de niche moins influencées par les mouvements de marché.

4/ La diversification de nos investissements sur des gérants parmi les meilleurs dans chaque spécialisation.

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 9 décembre 2004

PERFORMANCES AU 26 novembre 2004 (en euros)

MULTI GESTION

ALTERNATIVE

DOMINANTE CLASSIQUE

MIXTE

	sur 1 an	sur 3 ans	sur 5 ans
HDF Arbitrage	2.22%	11.68%	26.46%
<i>Indice EONIA</i>	2.09%	8.18%	17.96%
HDF Multi Alternatives	3.27%	14.63%	34.03%
HDF Global Alternatives (1)	6.11%	-	-
Asclepios	5.75%	18.57%	37.75%
HDF Global Opportunités	5.35%	15.04%	41.36%
HDF Europe Long/Short (2)	11.60%	22.95%	-
HDF Global Long/Short (3)	10.22%	25.22%	-
Xiphias Investissement **	9.58%	24.21%	59.08%
<i>Indice MSCI World *</i>	4.92%	-23.34%	-35.58%
HDF Europe Equity	10.91%	7.33%	15.78%
<i>Indice MSCI Europe *</i>	10.97%	-15.39%	-28.19%
HDF Global Equity	9.88%	16.79%	11.56%
<i>Indice MSCI World *</i>	4.92%	-23.34%	-35.58%
HDF Emerging Markets Equity	13.96%	42.78%	19.66%
<i>Indice MSCI EMF *</i>	11.92%	17.36%	-9.83%
HDF Patrimoine	4.66%	16.64%	35.19%
<i>Indice MSCI World *</i>	4.92%	-23.34%	-35.58%

(1) HDF Global Alternatives a été lancé le 19 Décembre 2002

(2) HDF Europe Long/Short a été lancé le 24 Novembre 2000

(3) HDF Global Long/Short a été lancé le 28 Septembre 2001

* Dividendes non réinvestis

** Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

HDF FINANCE S.A.

40 rue La Pérouse, 75116 Paris

Tél. : 01 44 17 12 34 – Fax : 01 44 17 12 35

E-mail : mail@hdf-finance.fr - site internet : www.hdf-finance.fr