



## LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

## Petites frayeurs, grands risques et vraies opportunités

Le fort contraste entre la croissance mondiale tonique, proche de ses excellentes performances de 2004, et l'enlisement européen rejailit inévitablement sur le moral, ce qui, en retour, contribue à prolonger ledit enlisement. Surtout lorsqu'à la conjoncture molle de la zone euro, et spécialement de ses grands pays membres (Allemagne, France, Italie), se rajoute un sentiment de quasi-impuissance du côté des politiques conjoncturelles. La BCE n'a pas touché ses taux directeurs depuis plus de dix-huit mois, donnant ainsi l'impression d'être aux « abonnés absents » (mais je préfère encore cet état de fait à une éventuelle remontée de ces taux directeurs, aucunement justifiée à court terme). Quant à la politique budgétaire et fiscale, elle n'a plus vraiment de marge de manoeuvre en France, en Allemagne, ... vu les niveaux atteints pour les déficits budgétaires et la dette publique.

C'est dans ce contexte qu'il faut pourtant éviter le « déclinisme », par nature contre-productif, et mieux cerner ce qui relève respectivement des petites frayeurs à ne pas gonfler exagérément, des grands risques et des véritables opportunités.

### Les petites frayeurs

Dans cette catégorie, au risque peut-être d'étonner certains, je place d'abord les tensions sur le pétrole et quelques autres matières premières.

Certes le prix du baril semble bien arrimé au-dessus de 50 dollars. Certes la Chine n'a pas fini de peser de tout son poids sur la demande d'énergie et d'autres matières premières. Mais, dans le même temps, on constate que des appels sont lancés à plus d'efficacité énergétique des pays importateurs de pétrole (cf. les récentes déclarations de l'Agence Internationale de l'Énergie). On peut donc imaginer que les pays de l'OPEP vont entendre les forces de rappel en provenance de ces pays importateurs. C'est pourquoi, en ajoutant l'argument de la sortie de l'hiver, il apparaît plausible que les prix du baril vont assez vite revenir dans une fourchette de 35 à 45 dollars.

Une frayeur liée, et souvent exagérée, concerne le risque de retour de l'inflation. Ces derniers mois ont confirmé que, bien sûr, les tensions sur les prix du baril ont un effet sur les prix, mais que cet effet est limité et globalement sous contrôle. Ma prévision est que le taux d'inflation dans la zone euro devrait être en rythme annuel, et pour une grande partie de 2005, inférieur au seuil de tolérance de 2 % que s'est fixé la BCE. Surtout ne pas se tromper d'ennemi : pour la plupart des pays de la zone euro, le problème n°1, ce n'est pas le risque d'inflation, c'est bien la croissance molle et le chômage de masse.

Un dernier exemple de frayeur exagérément gonflée touche à la croissance américaine. En 2005, cette croissance va retomber autour de 3,5 %, après 4,4 % en 2004. Une catastrophe ? Certainement pas, car cela correspond en fait à un « atterrissage en douceur » de l'économie américaine. Pour 2006, cet atterrissage devrait se confirmer, avec une croissance comprise entre 2,5 et 3 %. La croissance mondiale va décélérer en conséquence, malgré les performances toujours impressionnantes de la Chine et de l'Inde, sans qu'il soit pour autant question de récession ou de déflation.

### Les vrais risques

Le dollar reste sur la corde raide sur le marché des changes. Il suffit en effet d'un avertissement de moindre appétit de telle ou telle banque centrale – le dernier en date venant du Japon après la Corée du Sud – pour la devise américaine pour qu'elle dévise à nouveau.

Cette fragilité du billet vert n'a en fait rien de circonstanciel. Car elle résulte avant tout de l'ampleur des déficits américains (budgétaires et extérieurs).

Les marchés espéraient visiblement de G.W. Bush des engagements budgétaires forts et crédibles. Aujourd'hui, ils savent mieux à quoi s'en tenir. L'administration Bush pérennise les réductions d'impôts et n'annonce rien de vraiment crédible du côté des dépenses publiques. La réforme des retraites demeure dans le flou. A court terme – et Greenspan l'a rappelé plusieurs fois – les comptes publics risquent de se dégrader. Une aggravation qui, vu la faiblesse de l'épargne des ménages américains, va se retrouver en grande partie dans le déficit extérieur. Il n'est donc pas étonnant que le déficit commercial pour janvier 2005 ait atteint plus de 58 milliards de dollars.

Si les banques centrales asiatiques, sans se débarrasser des dollars déjà accumulés, affichent ne serait-ce qu'une moindre attirance pour

en acquérir de nouveaux, il faudra compter sur plus d'entrées de capitaux privés aux Etats-Unis, stimulées par un recul supplémentaire du dollar (l'investissement direct étranger y serait moins coûteux) et une remontée des taux longs américains (pour attirer plus d'investissements de portefeuille).

Dans cette séquence envisageable pour les mois qui viennent, le déclenchement de la montée des taux longs est la nécessité de mieux rémunérer les investisseurs étrangers. Mais on peut penser que le redressement des taux longs interviendrait même si le dollar ne bougeait pas sensiblement de ses taux de change actuels, pour cause de déficit budgétaire accru.

Les erreurs de prévision ont, à côté d'inconvénients évidents, l'avantage d'inciter à la modestie. En 2004, le marché anticipait une augmentation des taux longs, et il s'est trompé. Il est alors tentant de décaler la prévision : ce qui ne s'est pas produit l'année dernière devrait intervenir en 2005, corrigeant une sorte d'anomalie des marchés financiers.

L'année 2005 pourrait donc voir s'amorcer un rebond significatif des taux longs. Quelle que soit la cause initiale, il est clair que la remontée des taux longs aux Etats-Unis gagnerait le reste du monde, vu le poids dominant des marchés financiers américains. Malgré toutes nos envies, n'extrapolons surtout pas le petit « découplage » constaté à l'automne dernier, avec un creusement de l'écart entre les taux longs américains et européens. L'Europe devra progresser dans l'intégration de ses marchés financiers avant de rêver d'un réel découplage.

Aux risques financiers, il faut adjoindre, pour la zone euro, le risque – pour ne pas dire la quasi-certitude –, d'un chômage toujours élevé et d'une difficulté persistante à revenir dans les clous du pacte de stabilité. Prenons l'exemple de la France. Avec une croissance attendue autour de 2 % en 2005 comme en 2006 (après 2,3 % en 2004, chiffre corrigé des jours ouvrables), le chômage va mettre du temps à s'éloigner du niveau actuel de 10 %. Spontanément, il serait encore proche de 9,5 % à la fin de 2006. Pour se rapprocher d'un chômage à 9 % à la fin de 2005, il faudrait pouvoir compter sur une accélération de la croissance et sur un renforcement des mesures pour l'emploi. Pour les finances publiques, seule la réforme de l'Etat pourra recréer du côté des dépenses publiques des marges de manoeuvre nécessaires à l'indispensable poursuite de la baisse des impôts. On peut espérer que l'arrivée à Bercy de Thierry Breton crée les conditions pour une telle réforme, tout en sachant qu'elle devra s'inscrire dans le temps.

### Les vraies opportunités

Si l'on parle d'opportunités, il faut d'abord penser aux pays à croissance rapide, encore les Etats-Unis et toujours la Chine et l'Inde. Tout en gardant en tête la difficulté de prévoir le lieu et le moment des prochaines crises financières (car il y en aura forcément ...), les investisseurs soucieux d'une certaine diversification internationale de leurs portefeuilles ne doivent pas négliger en ce moment les marchés émergents, à aborder au cas par cas plutôt que globalement.

Je me tourne aussi vers les opportunités pour les investisseurs dans nos pays développés, à la lumière du contexte macro-économique qui vient d'être brossé.

Au vu du scénario économique, les conseils proposés aux épargnants sont assez clairs. Avec la probable remontée des taux longs, il faut s'attendre à une stabilisation du marché obligataire et même à des corrections. Ceci implique pour les investisseurs non pas de délaisser le marché obligataire, mais d'y privilégier les échéances courtes (1 à 3 ans), les taux variables et les obligations convertibles.

Pour l'immobilier, avec l'amorce du cycle de hausse des taux, il faut s'attendre à un plateau, voire à certaines corrections là où les dérapages spéculatifs ont été les plus spectaculaires.

Il en résulte, par le jeu d'un phénomène de report, que le marché des actions devrait, par delà l'inévitable volatilité à court terme, poursuivre son redressement, en profitant par le jeu des vases communicants d'un probable « atterrissage en douceur » du marché obligataire et de certains ajustements sur le marché du logement. C'est pourquoi l'hypothèse d'un CAC autour de 4 300 d'ici la fin de 2005 paraît tout à fait envisageable.

Christian de Boissieu  
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)  
Rédaction achevée le 15 mars 2005

L'année 2004 aura vu les classes d'actifs risquées sur performer les classes d'actifs moins risquées. A titre de rappel, les actions Pays Emergents en US\$ ont globalement affiché une hausse de 22,4% ; les actions américaines, européennes, japonaises ont grimpé d'environ +9% et les obligations à durée longue en Euro de +7,5%.

En 2004, la prise de risque dans l'allocation d'actifs s'est révélée rémunératrice pour les investisseurs.

Cela va-t-il durer ? Comment faut-il investir dans l'année à venir ? Quelles sont les classes d'actifs et zones géographiques que nous devons privilégier ?

La difficulté à laquelle nous sommes confrontés aujourd'hui pour répondre à ces questions est, qu'à notre avis, aucune classe d'actifs n'est fortement sous-évaluée et quelques unes sont même dans des situations de valorisation tendues.

1. L'immobilier, avec un objectif de location du bien, ne nous semble pas un bon investissement aujourd'hui. Une étude du magazine « The Economist » montre que dans de nombreux pays dont la France, l'achat d'un bien immobilier est 30 à 40% plus cher que la location de ce même bien.

2. Les placements obligataires à durée longue nous semblent à risque dans un environnement de remontée de taux court terme aux USA. Des taux 10 ans Euro à 3,70% environ avec une inflation autour de 2% ne laissent une performance réelle que de 1,70% par an avec le risque de voir l'inflation grignoter un peu plus encore ce rendement réel au cours du temps.

3. Les obligations d'entreprises sont sur des niveaux de spread serrés et nous approchons de la phase du cycle économique qui leur est moins favorable. Rappelons qu'après la cure d'amaigrissement que se sont infligées la majorité des entreprises (favorable aux détenteurs d'obligations d'entreprises), les profits et les disponibilités se situent à des niveaux historiquement élevés, ce qui annonce une période plus favorable aux détenteurs d'actions.

4. Les actions nous semblent aujourd'hui globalement bien valorisées avec des différences suivant les régions. Les USA étant la zone la plus chère, l'Europe, le Japon et les pays émergents bénéficient de valorisations plus attractives. Cependant, les conditions actuelles ne militent pas pour une envolée forte des marchés d'actions comme celle vécue de 1982 à 2000. En effet, les puissants moteurs constitués par la baisse concomitante de l'inflation et des taux d'intérêts ne se reproduiront pas dans la prochaine décennie. Par conséquent, il ne faudra pas escompter sur le long terme une revalorisation des actions très éloignée de la performance des entreprises qui devrait se situer en moyenne entre 5 et 10% par an.

En conclusion, nous partageons l'optimisme prudent de Christian de Boissieu sur les marchés d'actions, en y ajoutant une dimension « contrôle du risque et régularité de performance », car l'expérience montre que les chocs exogènes, en particulier géopolitiques, sont imprévisibles. Ceci amène à privilégier 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. Dans un environnement de rendement bas, nous concentrons nos efforts de sélection sur les gérants capables de capturer les mouvements cycliques du marché ainsi que de sélectionner les secteurs et les titres les plus performants.

2/ La prudence sur les stratégies obligataires directionnelles aussi bien en titres d'Etat que d'entreprises.

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 23 mars 2005

## PERFORMANCES au 24 mars 2005 (en euros)

MULTI GESTION		sur 1 an	sur 3 ans	sur 5 ans
ALTERNATIVE	<b>HDF Arbitrage</b>	<b>2.48%</b>	<b>11.98%</b>	<b>27.79%</b>
	<i>Indice EONIA</i>	2.14%	7.78%	17.48%
	<b>HDF Multi Alternatives</b>	<b>2.37%</b>	<b>14.62%</b>	<b>28.80%</b>
	<b>HDF Global Alternatives ** (1)</b>	<b>5.27%</b>	-	-
	<b>Asclepios</b>	<b>4.95%</b>	<b>18.88%</b>	<b>28.90%</b>
	<b>HDF Global Opportunities</b>	<b>4.63%</b>	<b>16.50%</b>	<b>29.49%</b>
	<b>HDF Europe Long/Short (2)</b>	<b>9.64%</b>	<b>26.65%</b>	-
	<b>HDF Global Long/Short (3)</b>	<b>7.84%</b>	<b>28.50%</b>	-
	<b>Xiphias Investissement **</b>	<b>7.66%</b>	<b>24.89%</b>	<b>40.11%</b>
	<i>Indice MSCI World *</i>	2.90%	-23.11%	-40.89%
DOMINANTE CLASSIQUE	<b>HDF Europe Equity</b>	<b>12.20%</b>	<b>10.37%</b>	<b>-0.96%</b>
	<i>Indice MSCI Europe *</i>	11.89%	-14.42%	-33.41%
	<b>HDF Global Equity</b>	<b>7.69%</b>	<b>14.88%</b>	<b>4.79%</b>
	<i>Indice MSCI World *</i>	2.90%	-23.11%	-40.89%
MIXTE	<b>HDF Emerging Markets Equity</b>	<b>8.93%</b>	<b>27.46%</b>	<b>4.92%</b>
	<i>Indice MSCI EMF *</i>	9.67%	5.00%	-18.96%
	<b>HDF Capital Appreciation</b>	<b>3.58%</b>	<b>16.34%</b>	<b>26.52%</b>
	<i>Indice MSCI World *</i>	2.90%	-23.11%	-40.89%

\* Dividendes non réinvestis

\*\* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

(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

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](mailto:mail@hdf-finance.fr) - site internet : [www.hdf-finance.fr](http://www.hdf-finance.fr)