



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Numéro 57 – Juin 2005

Pas de déprime, mais du discernement et du volontarisme

L'Europe vient d'ajouter une crise politique et institutionnelle sérieuse à ses difficultés économiques et sociales. Sa situation particulière dans un contexte mondial toujours dynamique n'en ressort qu'avec plus d'acuité. A quelque chose malheur est bon ! Cette crise européenne, dont nous nous serions volontiers bien passé, n'aura pas été totalement négative si elle oblige à poser et à traiter les vraies questions, et à débloquer les freins à la croissance et à l'emploi en Europe.

Une économie mondiale riche en contrastes

L'économie mondiale, heureusement, continue à bien se porter, malgré les incertitudes géopolitiques (en Irak bien sûr, mais pas seulement) et les tensions sur les prix de l'énergie. Après 5,1 % en 2004, la croissance mondiale va perdre un point cette année pour se situer autour de 4 %. Globalement parlant, le monde n'est pas et ne va pas tomber à l'horizon des deux-trois prochaines années en récession ou en déflation, même si certains pays sont en récession (cas de l'Italie à la fin de 2004 et au début de 2005) et même si certains prix baissent (informatique, téléphonie mobile...).

Les "locomotives" de la croissance mondiale vont le rester en 2005-2006 : Etats-Unis, grands pays émergents (Chine, Inde...). Du côté des Etats-Unis, le scénario le plus probable est celui d'un "atterrissage en douceur" facilité par le caractère très progressif du resserrement monétaire : après 4,4 % de croissance en 2004, il faut s'attendre à un chiffre autour de 3,5 % cette année (ce qui correspond en gros à la croissance potentielle américaine) et d'environ 3 % pour 2006. La Chine affiche encore une croissance au-delà de 9 % en rythme annuel, alors que le ralentissement est attendu depuis plus d'un an, mais le resserrement monétaire devrait finir par avoir des effets réels, ramenant la croissance chinoise vers 8 % l'année prochaine.

Ces zones de haute pression contrastent avec celles de basse pression, la zone euro évoquée plus loin et le Japon. Tout laisse penser que le rebond du Japon en 2004 (2,7 % de croissance) aura été un feu de paille. Pour 2005 et 2006, les attentes se situent respectivement à 1,3 et 1,5 %. Un signe que l'économie nipponne profite plus de la croissance mondiale qu'elle ne la dope.

Ces performances globales somme toute plutôt favorables interviennent dans un contexte énergétique défavorable, du moins pour les pays importateurs nets de pétrole. Au moment de l'écriture de ces lignes, le baril flirte avec les 60 dollars. Heureusement, nous sommes loin des niveaux de 1979-1980 (qui correspondraient à 90-100 dollars d'aujourd'hui). Même si la configuration actuelle relève plus de tensions que d'un véritable "choc", elle risque de perdurer pour toute une série de raisons : poids des achats de la Chine sur les marchés internationaux de l'énergie, faiblesse des capacités inutilisées, incertitudes sur le niveau adéquat ou non des réserves des Etats-Unis, etc. Je prévois pour les douze mois qui viennent un prix du baril oscillant entre 45 et 55 dollars.

De cette dernière prévision et de l'ensemble des déterminants des prix de détail ou de gros, il découle que l'inflation va rester modérée dans la plupart des pays développés. Pour les Etats-Unis, elle devrait continuer à osciller entre 2 et 3 % en rythme annuel au cours des prochains mois, alors que dans la zone euro, elle va assez rapidement repasser en dessous du seuil de 2 % fixé par la BCE elle-même. Ce scénario suppose, rappelons-le, des prix du baril qui restent tendus mais qui ne devraient plus vraiment grimper à partir des niveaux constatés fin juin.

Une Europe en crise qui doit rebondir par l'économie

Après le double non français et néerlandais, après l'esquive britannique (pas de référendum à l'horizon), après la foire d'empoigne sur le budget européen, l'Europe politique et institutionnelle est en panne pour un certain temps. Plutôt que de perdre bêtement un ou deux ans, il vaudrait mieux reconnaître que le projet de Constitution est désormais mort-né, et essayer de recoller les morceaux par des initiatives relatives à la croissance et à l'emploi.

D'autant plus que les prévisions pour la zone euro sont loin d'être enthousiasmantes : 1,4 % en 2005, autour de 2 % pour 2006 (avec pour la France 1,5 % cette année et un chiffre dans la moyenne de la zone euro l'année prochaine). Avec cette croissance molle, il va être difficile, mais nécessaire, pour les grands pays de la zone (Allemagne, France, Italie) de résorber leurs déficits publics et d'appliquer la nouvelle mouture du pacte de stabilité.

Bien sûr, une BCE plus réactive et plus pragmatique aurait pu soutenir plus qu'elle ne l'a fait la croissance dans la zone euro. De là à penser qu'une réduction du taux directeur de la BCE devrait être accueillie comme le messie, il y a là un pas que je ne franchis pas, même si toute baisse de ce taux serait bonne à prendre... En fait, relever la croissance et l'emploi en Europe continentale passe par des actions désormais bien identifiées -l'innovation, la R & D, la création d'entreprise, la politique de formation et d'enseignement supérieur, etc...- et il reste pour l'essentiel, dans les pays membres comme au niveau communautaire, à passer des bonnes intentions aux actes.

Les marchés financiers et l'immobilier : quelles opportunités ? Quels défis ?

1°) Les taux courts

La Fed devrait continuer à remonter son taux directeur à 3,75-4 % d'ici la fin de 2005 (contre 3 % à la date de rédaction de cette chronique). Alan Greenspan et ses collègues vont donc poursuivre leur politique graduelle, qui devrait déboucher sur des taux réels courts positifs mais raisonnables (100 à 150 points de base). Quant à la BCE, il faut souhaiter, compte tenu du contexte général de la zone euro, qu'elle ne relève pas de sitôt son taux directeur. Le réduire pourrait se justifier assez vite. Mais la BCE acceptera-t-elle de donner l'impression de céder aux appels de responsables politiques et d'analystes variés ?

2°) Les taux longs

Compte tenu des erreurs de prévision commises en la matière depuis plus d'un an, la prudence s'impose. Mais la "fête" obligatoire, alimentée par le recul et le bas niveau des taux longs, prendra fin un jour : dans trois mois, dans six mois, dans un an ? Difficile d'être précis. L'idée est qu'un nouvel accès de faiblesse du dollar pourrait faire remonter les taux longs aux Etats-Unis, et que l'Europe ne pourrait rester totalement à l'écart du mouvement.

3°) Le dollar

Sa remontée avant et après le double non soulage un peu la croissance européenne. Mais je reste prudent malgré la persistance de la panne de l'Europe. Car il suffirait probablement de mauvais chiffres sur le déficit extérieur américain pour que le dollar replonge. A court terme -c'est-à-dire ici à l'horizon des deux-trois prochains mois- l'euro pourrait reculer encore un peu. Au-delà, l'ampleur des déficits "jumeaux" américains demeure l'épée de Damoclès qui risque de peser sur le billet vert.

4°) Les bourses et l'immobilier

Nous ne sommes pas à la veille d'un krach immobilier, mais plutôt d'un début de stabilisation du marché du logement dans plusieurs pays du G7, sous l'effet de la remontée des taux courts américains et du possible rebond des taux longs.

Dans ce contexte, l'argent frais épargné en 2005 et 2006 ira en proportion réduite s'investir dans l'immobilier. Compte tenu du risque sur les taux longs, il hésitera à se porter sur les obligations classiques. Puisque "the money which is nowhere must be somewhere", cet argent viendra conforter la progression graduelle des indices boursiers. En début d'année 2005, je voyais le CAC 40 à 4200-4300 à la fin de l'année. Puisque cette plage est déjà atteinte, on peut désormais raisonner sur un objectif de 4300-4400 pour décembre 2005. Reste à privilégier les bonnes méthodologies et les bons supports pour essayer de faire mieux que les indices boursiers.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 27 juin 2005

Les illusions et la réalité

La politique de l'autruche (la tête dans le sable) n'a jamais permis ni à l'animal, ni à une société, ni même à un pays de supprimer le danger. En ce sens, le résultat du récent référendum est accablant. Face aux dangers pour nos économies industrialisées de la mondialisation, mieux vaudrait faire face avec courage aux difficultés qui nous menacent et ne pas nous croire protégés par la ligne Maginot de notre « modèle social » et de notre « exception culturelle ». Il nous faut jouer un rôle de leader de la construction européenne en pesant de tout notre poids pour construire un véritable pouvoir économique européen. La France, seule, confrontée à la concurrence mondiale, a tout à perdre. Associée à un projet européen militant, elle préservera ses chances face aux géants américains, chinois et bientôt indiens ou brésiliens.

Le prix à payer du refus de la constitution européenne sera une croissance molle, des difficultés à réduire le chômage (en particulier celui des jeunes), une perte de crédibilité au niveau international.

Ceci étant dit, nous restons modérément optimistes. L'Europe a déjà connu des moments difficiles. Ceux que nous vivons aujourd'hui seront progressivement résolus, nous permettant de franchir une nouvelle étape de la construction européenne.

Dans l'intervalle, que peut-il se passer ?

Les Etats-Unis vont continuer à jouer un rôle moteur tant au niveau économique qu'au niveau monétaire. Tournés vers le Pacifique et son formidable potentiel de développement économique, ils se réjouiront des attermoissements des pays européens et de leurs divisions. En résumé, les marchés américains continueront de jouer un rôle de leader sur les marchés financiers du reste du monde. Néanmoins, la vigueur de la consommation des ménages américains, dont la Chine a largement profité, ne pourra pas éternellement reposer sur un endettement qui ne cesse de croître depuis 25 ans.

Vivre à crédit, emprunter pour spéculer sur l'immobilier, réduire son patrimoine financier ne sont pas des solutions de long terme. La conséquence de cette forte consommation américaine se retrouve dans un déficit commercial vertigineux (1,5 milliard de dollars US par jour) et dans une détention toujours plus forte de bons du trésor américain par les étrangers notamment asiatiques, séduits par la sécurité des Etats-Unis. Les taux à 10 ans américains sont retombés sur la barre des 4%, alors que, dans le même temps, la Federal Reserve continue de relever ses taux courts pour contrôler l'excès de liquidités et les positions spéculatives. L'ensemble de ces déséquilibres nous fait craindre une période d'ajustement, se traduisant par un ralentissement de la croissance mondiale en 2006.

Soyons précis ! Nous n'évoquons pas de risque de récession car ni la Federal Reserve, ni les grands partenaires asiatiques des Etats-Unis ne souhaitent interrompre le cycle de croissance actuel. Nous pronostiquons simplement une progression plus lente des bénéfices des entreprises, limitant ainsi la montée des indices actions.

Dans ce contexte, l'Europe n'influencera guère les marchés tant qu'elle ne se sera pas organisée pour faire face aux challenges de l'émergence de nouvelles puissances mondiales. Ces dernières seront plus soucieuses de favoriser l'enrichissement de leurs populations intérieures pour éviter un séisme politique (Chine) que d'assurer le plein emploi en Europe.

Les secousses enregistrées sur les gestions alternatives en avril et mai nous paraissent beaucoup moins sérieuses que celles déjà vues en 1994 et 1998. Nous maintenons une stratégie d'investissement basée sur :

- 1/ une grande prudence sur les stratégies obligataires directionnelles de durée longue,
- 2/ la recherche de stratégies de niche peu influencées par les mouvements des indices actions,
- 3/ le stock picking fondamental (traditionnel et alternatif).

Nous vous remercions de votre confiance et restons à votre disposition pour toute question.

Christian Bartholin - Gilles du Fretay - Christophe Jaubert
HDF Finance - Rédaction achevée le 10 juin 2005

Performances au 24 juin 2005 (en euros)

MULTI GESTION

	sur 1 an	sur 3 ans	sur 5 ans	
ALTERNATIVE	HDF Arbitrage	0.67%	9.30%	21.61%
	<i>Indice EONIA</i>	2.13%	7.41%	16.90%
	HDF Multi Alternatives	1.78%	12.58%	26.92%
	HDF Global Alternatives (1)	4.74%	-	-
	Asclepios	5.55%	18.03%	30.83%
	HDF Global Opportunities	6.05%	17.20%	31.55%
	HDF Europe Long/Short (2)	9.60%	24.43%	-
	HDF Global Long/Short (3)	8.75%	28.06%	-
	Xiphias Investissement **	8.68%	24.95%	45.27%
	<i>Indice MSCI World *</i>	8.96%	3.48%	-33.82%
DOMINANTE CLASSIQUE	HDF Europe Equity	14.55%	23.28%	6.48%
	<i>Indice MSCI Europe *</i>	13.93%	7.70%	-27.28%
	HDF Global Equity	13.77%	27.00%	15.43%
	<i>Indice MSCI World *</i>	8.96%	3.48%	-33.82%
	HDF Emerging Markets Equity	29.62%	59.02%	29.16%
<i>Indice MSCI EMF *</i>	32.10%	44.94%	0.97%	
MIXTE	HDF Capital Appreciation	4.86%	17.98%	27.95%
	<i>Indice MSCI World *</i>	8.96%	3.48%	-33.82%

* 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.

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

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