



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 58 – Octobre 2005

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Questions d'actualité

Dans cette chronique, je veux m'efforcer de répondre à trois questions centrales de l'actualité économique et financière : où va la croissance ? Y-a-t-il un véritable risque de retour de l'inflation ? Où vont les marchés d'actifs (financiers et immobiliers) ?

Où va la croissance ?

Le sort des Européens continue de se jouer, en grande partie, aux Etats-Unis et dans les grands pays émergents (Chine, Inde...) car, pour l'instant, nous n'avons pas vraiment trouvé chez nous de relais de croissance. Dans le même temps, nous n'arrivons pas, pour des raisons structurelles désormais bien identifiées, à tirer suffisamment profit d'une croissance mondiale encore rapide : après 5,1 % en 2004, la croissance mondiale devrait être, d'après le FMI, de 4,3 % en 2005 comme en 2006. Pour l'instant, la Chine ne ralentit pas vraiment (tant mieux pour l'activité mondiale, tant pis pour les prix du pétrole...), le Japon retrouve des couleurs après une si longue défaillance.

C'est avant tout la persistance d'une croissance américaine rapide qui nourrit la croissance mondiale. Après 3,5 % en 2005, la progression de l'activité aux Etats-Unis serait de 3,3 % l'année prochaine (toujours d'après le FMI), malgré les tensions sur les prix du pétrole, les ouragans à répétition (Katrina, Rita...) et la poursuite du resserrement monétaire.

Les perspectives européennes restent, globalement, moins favorables. Après des chiffres médiocres en 2005 -1,2 % pour la zone euro, 1,5 % pour la France- on peut s'attendre à un rebond sans grand éclat. Mon hypothèse de travail pour l'année prochaine est de 1,8 % pour la zone euro, autour de 2 % pour la France (le consensus des prévisions pour notre pays est de 1,8 %). Par delà les divergences et les débats sur le chiffre, une hypothèse paraît largement consensuelle : les taux de croissance dans la petite Europe, celle à 15 avant l'élargissement, devraient connaître une assez forte convergence, avec une Allemagne qui devrait progressivement rebondir pour se rapprocher de la moyenne de la zone euro, une Angleterre qui a déjà commencé à ralentir (impact des resserrements de taux par la Banque d'Angleterre), une Espagne dont le potentiel de rattrapage se restreint forcément au fur et à mesure qu'elle rattrape, etc. La convergence évoquée est un fait. Elle n'est pas une finalité en soi (la bonne question reste : vers quel taux de croissance s'aligne-t-on ?), même si cela peut faciliter les décisions de la BCE.

Y-a-t-il un vrai risque de retour de l'inflation ?

Choc pétrolier ou pas ? On peut à l'infini se disputer sur les définitions. D'un côté, les tensions sur les prix du pétrole durent maintenant depuis deux-trois ans, avec une nette intensification en 2005. Cette année, le prix moyen du baril va être d'environ 58 dollars, avec des pointes proches de 70 dollars. Pour aboutir à ce prix, il faut ajouter au "prix d'équilibre", déjà élevé compte tenu des fortes tensions sur les capacités et proche de 45-50 dollars, une prime spéculative qui, au gré des humeurs et des anticipations du marché, fluctue autour de 15 dollars. De l'autre côté, les prix du baril de 1979-1980 calculés en dollars d'aujourd'hui seraient de 90-100 dollars, donc encore significativement au-dessus des cours actuels, à quoi s'ajoute le fait que nos entreprises ont appris, depuis les années 1970, à mieux gérer leur consommation d'énergie en général, de pétrole en particulier.

La prévision pétrolière est devenue presque plus délicate que la prévision des taux de change. Pour 2006, je m'attends non pas à une poursuite de la hausse, mais plutôt à une stabilisation du baril entre 55 et 65 dollars.

Si c'est le cas, les tensions inflationnistes observées ici ou là (aux Etats-Unis, mais aussi dans la zone euro où les prix de détail ont crû en septembre 2005 sur douze mois de 2,5 %) devraient être pour l'essentiel transitoires. Le "noyau dur" d'inflation (c'est-à-dire hors prix de l'énergie et alimentaires) reste sous contrôle. Tant que ce que la BCE elle-même dénomme "effets de second tour" -c'est-à-dire l'impact en retour de l'inflation sur les variables -clefs du système, en particulier les salaires- n'entrent pas en jeu, il n'y a pas de vrai risque d'inflation et il ne faut surtout pas jouer à se faire peur en rapprochant la phase actuelle des années 1970. Plusieurs éléments servent aujourd'hui de bouclier contre une franche reprise de l'inflation : la globalisation et la pression concurrentielle qu'elle engendre, les gains de productivité aux Etats-Unis, le niveau du chômage en Europe, etc.

Donc les mises en garde toutes récentes de la Fed et de la BCE à propos du risque inflationniste relèvent à mon avis plus d'une application du "principe de précaution" que d'un vrai danger à court terme.

Où vont les marchés d'actifs ?

L'abondance de liquidités nous place, à ce moment du cycle, dans une configuration assez exceptionnelle où (presque) tous les marchés d'actifs montent en même temps. Contrairement aux prévisions faites depuis plus d'un an, les taux à long terme restent bas, en termes nominaux comme en valeur réelle, et le marché obligataire persiste malgré tout à rester attractif. Le logement continue aussi à bénéficier des taux bas et de l'afflux de liquidités, au point de laisser présager pour l'avenir des ajustements qui pourraient être douloureux pour certains. L'or est recherché à cause des craintes inflationnistes. Quant aux marchés d'actions, par delà l'inévitable volatilité à court terme, ils étonnent par les performances enregistrées depuis le début de l'année.

Cette configuration "gagnant-gagnant" pour l'ensemble des marchés d'actifs ne me paraît pas soutenable à terme. Le débouclage risque de se faire par la remontée des taux longs, aux Etats-Unis et ailleurs, elle-même due à la poursuite de la hausse des taux courts par la Fed, peut-être aussi à de nouveaux accès de faiblesse du dollar dus aux déficits américains et qui obligeraient les Etats-Unis à mieux rémunérer les investisseurs internationaux.

C'est pourquoi, quitte à être infirmé par l'évolution des prochains mois, je persiste à penser qu'il faut être prudent à l'égard du marché du logement et du marché obligataire, ne pas s'emballer sur l'or et maintenir une présence significative sur les marchés d'actions en cumulant gestion classique et gestion alternative.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 11 octobre 2005

LE POINT DE VUE DU GÉRANT

+ 23.21% pour le CAC 40 depuis le début de l'année, + 80.41% depuis mars 2003. L'investissement en actions a été de loin le meilleur investissement sur les derniers 30 mois. Peut-on extrapoler sur cette performance pour l'avenir ?

Rappelons tout d'abord que le CAC 40 n'a pas encore atteint son plus haut niveau d'août 2000, et qu'il lui faudra encore progresser de 44.03% pour seulement retrouver son niveau d'il y a 5 ans. La vie de l'investisseur n'est pas un long fleuve tranquille.

Les fondamentaux sont-ils suffisamment positifs pour justifier le maintien d'une exposition directionnelle sur les actions ? Il existe, en dépit de la politique de durcissement monétaire aux Etats-Unis, beaucoup de liquidités à la recherche de placements rémunérateurs. Or, l'immobilier étant cher et les obligations à taux fixe assez risquées, les flux vont naturellement se porter sur la classe d'actifs actions qui offre des primes de risque raisonnables, des rendements à travers les dividendes élevés, et qui bénéficie de la poursuite d'une croissance économique mondiale forte. Celle-ci devrait d'ailleurs se poursuivre en 2006 sous l'impulsion conjuguée d'un reflux possible du prix du pétrole et des économies en croissance des grands pays émergents (Chine, Inde, Brésil, Russie).

Le risque de ce scénario est qu'il soit perturbé par des événements géopolitiques toujours possibles entraînant une perte de confiance des agents économiques et une remontée des cours du pétrole. La poursuite de la remontée des taux courts US désormais acquise est probablement déjà intégrée dans les cours des indices américains (-2% de baisse à ce jour sur le S&P 500 en 2005). Ce qui ne l'est pas est l'arrivée à la tête de la « Federal Reserve » du successeur d'Alan Greenspan. Celui-ci, quel qu'il soit, sera contraint de s'attaquer au rééquilibrage du double déficit américain. L'Amérique consomme, importe et n'épargne pas suffisamment.

A titre de référence, la détention par des étrangers (Moyen Orient, Chine, Corée, Taiwan, Japon, etc.) de la dette du Trésor américain est passée de 5,1% en décembre 1968 à 53,7% en juin 2005.

Rien ne peut assurer que les pays aujourd'hui créditeurs des Etats-Unis ne souhaiteront pas, soit diversifier plus leurs avoirs de change, soit tout simplement investir sur leur marché domestique plutôt qu'en papier du Trésor américain. Ce scénario se traduirait par une chute du dollar US et par une remontée des taux longs US, et par contre-coup par un ralentissement économique marqué aux Etats-Unis.

Il n'est donc pas certain qu'une exposition sur les grands indices actions à travers des fonds indiciels ou des trackers soit une solution appropriée.

Nous estimons que des stratégies de stock picking classiques ou de long/short où l'analyse financière de choix de titres prime sur les mouvements globaux des indices sont plus adaptées au contexte actuel.

Des fonds tels que HDF Global Equity, fonds de multi gestion à dominante classique (+ 25.09% sur 5 ans contre - 31.34% pour l'indice MSCI Monde) ou HDF Global Opportunities, fonds de multi-gestion alternative (+ 35.23% sur 5 ans contre - 31.34% pour l'indice MSCI Monde) appliquent ces deux types de stratégie.

Un mot de conclusion sur la multi gestion alternative en perspective long terme. Notre plus ancien fonds de droit français agréé AMF a enregistré depuis sa création le 1^{er} février 1989 au 30 septembre 2005 (soit sur plus de 16 ans) une performance cumulée de 347.15% contre 166.09% pour l'indice MSCI Monde, dividendes réinvestis, soit une sur performance de 181.06%. Cqfd. Peut-être faut-il rappeler que la meilleure façon de gagner sur les marchés financiers est de ne pas, ou peu, perdre quand les marchés vacillent pour préserver le capital disponible pour les phases de hausse. Ceci est exactement ce que la multi gestion alternative, et HDF tout particulièrement, a réalisé sur 20 ans.

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 12 octobre 2005

Performances au 30 septembre 2005 (en euros)

MULTI GESTION		1 an	3 ans	5 ans
ALTERNATIVE	HDF Arbitrage	3.37%	11.70%	22.60%
	Indice EONIA	2.17%	7.11%	16.24%
	HDF Multi Alternatives	5.89%	15.56%	28.77%
	HDF Global Alternatives **	7.62%	(1)	(1)
	Asclepios	11.37%	25.29%	34.72%
	HDF Global Opportunities	12.51%	25.18%	35.23%
	HDF Europe Long/Short	14.58%	31.65%	(1)
	HDF Global Long/Short	15.50%	36.12%	(1)
	Xiphias Investissement **	15.40%	34.98%	49.90%
	Indice MSCI World *	19.61%	31.72%	-31.34%
DOMINANTE CLASSIQUE	HDF Europe Equity	25.06%	50.71%	13.70%
	Indice MSCI Europe *	24.17%	44.17%	-22.05%
	HDF Global Equity	25.61%	52.59%	25.09%
	Indice MSCI World *	19.61%	31.72%	-31.34%
MIXTE	HDF Emerging Markets Equity	41.21%	103.14%	57.72%
	Indice MSCI Emerging Mkt Free *	45.87%	97.68%	25.39%
	HDF Capital Appreciation	11.12%	27.98%	32.17%
	Indice MSCI World *	19.61%	31.72%	-31.34%

* Dividendes non réinvestis.

** Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

(1) Fonds n'ayant pas suffisamment d'historique pour la période considérée.

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

Cette lettre a été réalisée uniquement à titre d'information et ne constitue donc pas un document contractuel ni une offre de vente. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.