



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 59 - Janvier 2006

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Défis et opportunités pour 2006

Le contexte économique global constaté en 2005 et anticipé pour 2006 conduit à un certain optimisme, à condition de bien savoir relever les défis et saisir les opportunités qui vont se présenter.

Une économie mondiale résiliente

L'économie mondiale aura montré en 2005 une forte résilience, c'est-à-dire une grande capacité à absorber les chocs qui se sont présentés. Au total, après 5,1 % en 2004, la progression du PIB mondial en volume a été d'environ 4,3 % en 2005, et le FMI pronostique pour 2006 un rythme comparable.

Cette forte croissance mondiale est nourrie par plusieurs forces. D'abord, il faut saluer la vigueur persistante de la croissance américaine, n'en déplaise aux professionnels de la déprime : autour de 3,6 % de croissance du PIB en 2005, un taux de chômage tombé à 4,9 % à la fin de l'année (à faire rêver !). Par ailleurs, après une décennie terrible, le Japon est de retour avec une croissance supérieure à 2 % en 2005 et la perspective commence à se concrétiser d'une sortie de la déflation. Quant à la Chine, elle est confrontée à une opération vérité, avec l'ajustement de son PIB et de son taux de croissance officiellement à 9,5 % mais réellement plus proche de 16 % par an. L'Inde continue à afficher une croissance autour de 7 %, et la Russie est entre 5 et 6 %, profitant directement des prix élevés du pétrole et du gaz naturel.

Dans ce contexte, la zone euro aura été, globalement, à la traîne : autour de 1,4 % en moyenne en 2005, après 1,8 % en 2004. Ce chiffre moyen continue à camoufler une hétérogénéité persistante à l'intérieur de la zone euro. Avec 1,6 %, la France se trouve légèrement au-dessus de la moyenne de la zone, que l'Allemagne (1,1 %) n'atteint pas.

Dans ce contexte de croissance très modérée, la zone euro ne pouvait connaître qu'une relative stabilité du taux de chômage, à un niveau encore élevé.

Quelles perspectives pour 2006 ?

Sous l'influence des prix du pétrole et de quelques autres matières premières, le spectre de l'inflation a resurgi. Qu'en est-il exactement ? Le sujet est d'importance, car la BCE a mis en avant le risque inflationniste pour justifier son resserrement monétaire de décembre dernier.

Les prix du baril ont atteint un maximum de 70 dollars au cours de l'été 2005. Ce niveau reste en deçà de celui enregistré lors du second choc pétrolier de 1979-1980, qui converti en dollars 2005 correspondrait à 90-100 dollars. Autant dire que c'est plus la durée des tensions pétrolières que leur ampleur qui permet de parler de troisième choc pétrolier.

On sait les raisons pour lesquelles ce choc pétrolier a eu un impact inflationniste très atténué. Si ce que la BCE appelle les "effets de second tour", par lesquels la hausse des prix s'auto-alimente via en particulier les salaires, ne sont pas enclenchés cela tient à plusieurs forces : la concurrence due à la globalisation, qui vient limiter le pouvoir de marché des entreprises ; les gains de productivité, qui permettent dans certains secteurs des baisses de prix et servent de bouclier contre les tensions inflationnistes ; spécialement en Europe, l'ampleur du chômage qui limite fortement la probabilité d'une spirale prix-salaires.

Mon scénario est que les prix du baril vont rester élevés, sans pour autant aller vers 80-100 dollars, fluctuant dans une fourchette 50-65 dollars. S'il en est ainsi, cela veut dire que l'essentiel de la poussée inflationniste est déjà incorporé dans les statistiques. Si le prix du pétrole se stabilise autour de 60 dollars, mécaniquement, l'inflation va retomber en dessous du seuil de 2 %, probablement dès le premier semestre.

La reprise dans la zone euro devrait se renforcer en 2006. La croissance de la zone va rester très dépendante de celle de l'Allemagne. Compte tenu des performances allemandes à l'exportation et de l'effet attendu des premières mesures arrêtées par le gouvernement Merkel, l'Allemagne va en 2006 se rapprocher étroitement de la moyenne de la zone euro (pré-

vue dans l'intervalle 1,8-2 %). La France, quant à elle, devrait être à 2 %, ou un peu plus compte tenu de l'acquis de croissance et du retournement de tendance représenté par huit mois consécutifs de recul du chômage. Cette dynamique vertueuse devrait assez rapidement en 2006 gagner les emplois marchands.

Un tel scénario de consolidation de la reprise dans la zone, sans réelles tensions inflationnistes, devrait permettre de prolonger le recul du chômage. Mais il ne suffira pas à ramener les déficits publics des grands pays de la zone dans les limites du pacte de stabilité. Il faudra avant tout compter sur des politiques de contrôle de la dépense publique.

Quel contexte financier et quelles opportunités en 2006 ?

Après les sommets enregistrés à la fin de 2004 et au début de 2005, l'euro a eu tendance, au cours de l'année dernière, à refluer contre dollar. La remontée du billet vert a été nourrie par plusieurs facteurs : la vive croissance aux Etats-Unis, le différentiel de taux courts accentué en cours d'année par la poursuite du resserrement de la Fed (avec un 13^{ème} relèvement, portant en décembre 2005 le taux directeur américain à 4,25 %).

Pendant les dernières semaines de 2005, cette tendance a été contrariée par l'initiative, déjà évoquée, de décembre de la BCE mais aussi par l'annonce d'un déficit record de la balance commerciale des Etats-Unis en octobre (près de 69 milliards de dollars pour ce seul mois). Avec un déficit courant avoisinant en 2005 7 % de leur PIB, les Etats-Unis restent à la merci des humeurs et des angoisses de leurs créanciers.

Les marchés ont désormais le sentiment que le relèvement des taux américains est proche de son terme, Alan Greenspan laissant à son successeur Ben Bernanke (à compter du 1^{er} février 2006) une configuration monétaire proche de l'équilibre, alors que les taux courts en Europe et au Japon ont, devant eux, des ajustements à la hausse.

C'est pourquoi l'euro devrait plutôt, globalement, s'apprécier en 2006.

La conjoncture mondiale a beaucoup profité depuis trois-quatre ans de bas niveau des taux longs, et des conséquences positives pour l'immobilier et pour la consommation des ménages.

Quoi qu'il en soit, les taux longs vont forcément remonter, probablement en 2006. Le mouvement s'est d'ailleurs juste amorcé à la fin de 2005. Le secteur du logement en sera affecté. Mais, si le rythme et l'ampleur de la hausse des taux longs restent modérés, l'immobilier pourrait connaître un "atterrissage en douceur". Les marchés d'actions ont réalisé des performances impressionnantes en 2005, avec les indices phares des places de Paris et de Francfort progressant de plus de 20 %. D'ailleurs, tous les marchés d'actifs auront bien progressé l'année dernière : les actions, les obligations, l'immobilier, l'or ... De nombreux facteurs vont rester favorables en 2006 à une poursuite de la hausse des bourses : des liquidités toujours abondantes, le rythme toujours soutenu des opérations de fusions-acquisitions, des valorisations encore raisonnables sur la plupart des places financières européennes. C'est pourquoi les marchés d'actions devraient pouvoir "digérer" la remontée des taux (courts et longs). Ainsi, un objectif de progression de 10 % du CAC 40 en 2006 ne semble pas hors de portée. D'autant plus que les profits des grandes entreprises et des banques vont rester conséquents cette année, même s'ils baissent un peu en comparaison de 2005. Les marchés d'actions devraient aussi tirer bénéfice de redéploiements dans les portefeuilles individuels, l'ajustement des taux entraînant un peu moins d'appétit pour les obligations et pour l'immobilier.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 9 janvier 2006

Positif mais prudent

Le contexte macro économique international a rarement été, en apparence tout au moins, aussi favorable. Les Etats-Unis devraient enregistrer un taux de croissance aux alentours de 3.5% en dépit du relèvement des taux d'intérêt par la Fed. Le Japon qui relève la tête après des années de restructuration va avoir une croissance positive. L'Europe progresse d'environ 2%, et bien entendu les économies émergentes (Chine, Inde, Russie et Brésil) poursuivent leur développement à un rythme soutenu.

Va-t-on en conséquence bénéficier en 2006 d'une nouvelle flambée des marchés boursiers ? La croissance, non inflationniste, permettra-t-elle aux entreprises de poursuivre l'amélioration de leurs résultats et ainsi de soutenir les cours de bourse en dépit du relèvement des taux d'intérêt tant aux Etats-Unis qu'en Europe ? « That is the question ».

Essayons d'imaginer ce qui pourrait venir perturber ce scénario peut être trop favorable pour être vrai. Tout d'abord le consommateur américain sur lequel repose le maintien de la croissance globale va-t-il continuer à acheter allègrement les produits « Made in China » et à soutenir tant l'économie US que l'économie des pays émergents. Il n'est pas sûr que face à la remontée des taux d'intérêt, au ralentissement de l'effet richesse lié à l'arrêt du refinancement des crédits hypothécaires, au vieillissement de la population encline à se préoccuper de financer les retraites à venir, nous n'assistions pas à un ralentissement de la demande des ménages US. Celle-ci sera-t-elle compensée par une accélération des investissements des entreprises ? Peut-être car celles-ci disposent de liquidités abondantes, auquel cas l'économie US préserverait son taux de croissance élevé. Alors que l'inflation des prix reste jugulée jusqu'à présent en dépit de la remontée des prix de l'énergie, il subsiste des incertitudes en ce qui concerne l'attitude de la Fed à propos des « bulles » dans lesquelles se retrouvent aujourd'hui les prix de certains actifs (immobilier et obligataire en particulier).

Comme le passé des marchés financiers nous l'a appris, les crises surviennent souvent dans un contexte tranquille à travers un événement imprévu. Dans les 20 dernières années, nous

avons ainsi connu tous les 3 ou 4 ans un événement entraînant des variations de cours importantes (1987, 1991, 1994, 1998, 2001). Un incident géo politique est hélas toujours possible. Mais le danger peut aussi venir d'un accident de type Enron, de la faillite d'un grand groupe US, d'une crise financière dans un pays émergent, ou tout simplement d'un durcissement excessif de la politique monétaire US par crainte d'inflation ou d'emballement de son économie. N'oublions pas enfin une situation périlleuse au Moyen Orient et l'arrivée au pouvoir en Iran d'un président aux déclarations inquiétantes, susceptibles de déclencher une sérieuse crise politique et énergétique.

Dans ce contexte à la fois très positif, mais qui nous semble également plein d'imprévu, nous privilégions les stratégies d'investissement actions non benchmarkées, soit de stock picking traditionnel, soit de stock picking long/short. Ces stratégies ont fait la preuve sur le long terme d'une bonne capacité à réaliser des performances régulières et à contrôler les risques de perte en capital (n'oublions jamais que pour récupérer une perte de 50%, il faut gagner 100% sur le capital restant). Nous sommes persuadés que, dans une économie mondiale très compétitive, il y aura de nombreux gagnants mais aussi de nombreux perdants. L'analyse financière très pointue appliquée à travers des stratégies « long » et « short » permettra aux investisseurs de profiter des grands mouvements d'une économie mondiale en réorganisation permanente.

A l'inverse, nous restons à l'écart des gestions indicielles ou alignées sur les indices qui n'offrent aucune protection en cas de correction subite.

Sur les obligations, nos préférences vont aux stratégies non directionnelles, de trading, en privilégiant les durations courtes. La partie longue de la courbe des taux ne présente que peu d'intérêt eu égard aux perspectives d'évolution des prix.

Nous vous présentons nos meilleurs vœux pour l'année 2006 et vous remercions de votre confiance.

Christian Bartholin - Gilles du Fretay - Christophe Jaubert
HDF Finance - Rédaction achevée le 22 janvier 2006

Performances au 30 décembre 2005 (en euros)

MULTI GESTION		1 an	3 ans	5 ans
ALTERNATIVE	HDF Arbitrage Part A	2.07%	10.84%	21.95%
	HDF Global Arbitrage	4.12%	15.26%	(1)
	HDF Multi Alternatives Part A	5.53%	16.68%	29.29%
	HDF Global Alternatives **	4.95%	19.92%	(1)
	Indice EONIA	2.13%	6.81%	15.46%
	Asclepios	10.13%	27.78%	38.83%
	HDF Global Opportunities Part A	11.88%	28.87%	37.44%
	HDF Europe Long/Short	12.53%	35.35%	46.93%
	HDF Global Long/Short	12.95%	40.20%	(1)
	Xiphias Investissement **	14.38%	38.68%	56.11%
DOMINANTE CLASSIQUE	Indice MSCI World *	23.95%	41.51%	-18.03%
	HDF Europe Equity Part A	23.18%	58.19%	23.11%
	Indice MSCI Europe *	22.77%	53.16%	-15.23%
	HDF Global Equity Part A	26.61%	61.69%	42.22%
	Indice MSCI World *	23.95%	41.51%	-18.03%
FLEXIBLE	HDF Emerging Markets Equity Part A	40.22%	111.54%	99.68%
	Indice MSCI Emerging Mkt Free *	50.16%	110.56%	68.46%
	HDF Capital Appreciation Part A	10.07%	29.13%	34.63%
	Indice Composite (2)	14.35%	25.05%	1.29%

* Dividendes non réinvestis.

** Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

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

(2) Indice composite = 50% MSCI World (div. non réinv.) + 25% JPM Global Traded + 25% JPM France 3-5.

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