



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 60 - Mai 2006

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Les trois étages de la fusée

Le Monde, l'Europe et la France. Ce sont les trois étages de la fusée sur lesquels je reviens rapidement.

Le Monde : toujours dynamique

L'économie mondiale a montré, dans la période récente, une grande résilience, c'est-à-dire une capacité étonnante à "digérer" différents chocs. La situation géopolitique mondiale demeure tendue. En outre, les marchés du pétrole, du gaz naturel et de quelques autres matières premières industrielles stratégiques restent sous forte pression. Malgré tout, la croissance mondiale fait mieux que résister : 4,3 % l'année dernière, probablement le même ordre de grandeur en 2006. Cela résulte de plusieurs facteurs.

D'abord, l'économie américaine tient le coup face à la poursuite de la remontée de ses taux directeurs par la Réserve fédérale, à la facture budgétaire de la guerre en Irak et aux interrogations sur la gouvernance économique et politique de l'administration Bush. Après un taux de croissance de 3,5 % en 2005, l'économie américaine devrait très légèrement décélérer cette année (prévision à 3,2 %), demeurant une locomotive.

En second lieu, dans ce rôle de locomotive, les Etats-Unis sont totalement épaulés par la Chine (encore proche de 10 % de croissance), l'Inde (à 7-8 %), la Russie qui surfe sur les prix du pétrole et du gaz (entre 5 et 6 % de croissance), les autres pays asiatiques et ceux d'Amérique latine qui affichent, les uns comme les autres, des résultats globalement satisfaisants. Sans oublier deux « poids lourds » qui effectuent leur retour : le Japon renoue avec la croissance (2,8 % en 2005) et sort graduellement de la déflation après une décennie terrible ; l'Allemagne, malgré une demande interne encore hésitante, va, grâce à ses performances à l'exportation, rejoindre - ou peu s'en faudra - la moyenne de la zone euro. En 2006, elle devrait connaître une progression de son PIB de 1,7 % (après 1,1 % en 2005), à rapprocher d'une croissance attendue d'environ 2 % pour la zone euro (et pour la France).

Dans ce concert de nouvelles plutôt sympathiques, il va falloir surveiller de près plusieurs fronts. Bien sûr, d'abord, le front énergétique. Par delà l'inévitable yo-yo à court terme, les prix du baril devraient, pour 2006-2007, rester tendus.

Un autre souci touche au billet vert. Même si le dollar s'est, depuis quelques mois, plutôt ressaisi, il reste fragile vu l'ampleur des déficits "jumaux" américains (budgétaires et extérieurs). Certes, à force de proclamer depuis des années qu'un tel déficit extérieur (proche de 7 % du PIB américain en 2005, probablement du même ordre en 2006) n'est pas "soutenable", il faut se rendre à l'évidence qu'il est en pratique "soutenu" puisque les circuits de financement fonctionnent sans grandes tensions. Mais il serait téméraire d'extrapoler le présent en la matière. A surveiller comme le lait sur le feu ...

Enfin, l'évolution des taux longs et ses effets sur l'immobilier vont être au cœur de la dynamique mondiale dans les mois qui viennent. Les raisons de leur bas niveau depuis près de trois ans sont assez bien identifiées : l'abondance des liquidités dans le monde, la préférence de nombre d'investisseurs institutionnels - compagnies d'assurance, caisses de retraite...- pour des placements en obligations. Les politiques monétaires ont commencé à se resserrer, depuis juin 2004 du côté de la Réserve fédérale américaine, depuis décembre 2005 pour la BCE, probablement au second semestre de 2006 pour la Banque du Japon. L'abondance de liquidités ne va pas disparaître du jour au lendemain. Disons seulement qu'elle sera moins alimentée que depuis 2003. L'Europe ne pourra pas rester à l'écart de la remontée des taux longs américains, qui s'amorce depuis quelques semaines.

Un tel scénario pose inévitablement les conditions de l'ajustement sur le marché de l'immobilier. Je privilégie un atterrissage "en douceur" du

logement aux Etats-Unis, en France, au Royaume-Uni (le processus y est déjà bien entamé) ...

L'Europe : pour une relance économique

L'Europe est encore KO après les chocs de 2005, en particulier le double non français et néerlandais à la constitution.

Il faut, pour le court terme, privilégier la relance de l'Europe économique.

Certes, la BCE n'aide pas vraiment, en resserrant sa politique alors qu'il n'y a pas de vrai risque d'inflation. Des arguments avancés par Jean-Claude Trichet et ses collègues, je retiens seulement la nécessité de ralentir la progression du crédit dans la zone euro, porteuse de difficultés futures lorsque les taux d'intérêt auront significativement monté.

Il est avant tout urgent de relancer l'agenda de Lisbonne. Lorsque les Chefs d'État et de gouvernement ont affirmé en 2000 que l'Europe doit intensifier ses efforts dans la R&D, l'innovation, la formation et les qualifications... pour accélérer la croissance et la création d'emplois, ils étaient dans le vrai, et ils le restent aujourd'hui. Le gros problème, c'est que cette ambition affirmée à Lisbonne n'a pas été suivie d'effet.

Bien sûr, l'agenda de Lisbonne nécessite d'abord une mobilisation dans chaque pays-membre. Mais la recherche de la taille critique et le désir légitime de concrétiser des économies d'échelle font qu'il faudra aussi compter sur des initiatives européennes, ou touchant au moins plusieurs pays. Je pense par exemple à l'exigence d'une compétitivité accrue de nos systèmes d'enseignement supérieur et de recherche.

Un autre test pour l'Europe touche, dès maintenant, à la capacité (ou non) de mettre en œuvre un début de politique européenne de l'énergie. L'utilisation stratégique de l'énergie par la Russie depuis janvier a bien fait ressortir à la fois la fragilité de l'Europe sur tous ces sujets stratégiques et la nécessité de plus de solidarité intra-européenne.

La France : pour le retour au principe de réalité

Visiblement, la France a régulièrement besoin de passer par des crises et des psychodrames pour avancer sur des réformes considérées par la plupart de nos voisins européens comme incontournables, et nous en faisons à nouveau l'expérience avec le CPE et son retrait.

Les bonnes nouvelles ont du mal à se faire entendre dans le contexte actuel. Pourtant, l'annonce d'un déficit public à 2,9 % du PIB en 2005 en est une. De même que la poursuite de la baisse du chômage dans les mois qui viennent, grâce aux contrats aidés, au Plan Borloo pour les services à la personne, à la croissance autour de 2 % par an, à l'essor des CNE, ...

Par delà la proche conjoncture, un sondage récent éclaire le contexte plus général de l'attitude française à l'égard de la mondialisation. L'institut Globascan a réalisé en 2005 une enquête dans vingt pays sur l'attitude à l'égard de l'économie de marché. A la question "le système de la libre entreprise et de l'économie de marché est-il le meilleur pour l'avenir ?", seulement 36 % des Français répondent oui (contre 74 % des Chinois, 71 % des Américains, 65 % des Allemands, 59 % des Italiens, 55 % des Brésiliens, 43 % des Russes...). La société française a toujours du mal à accepter les rouages mêmes du capitalisme. Par plus et mieux de pédagogie, il faut permettre à chacun de mieux saisir les enjeux des choix collectifs, les opportunités et les défis qui se posent à nous avec la mondialisation et l'intégration européenne.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 14 avril 2006

L'année 2005 et le début d'année 2006 ont vu les classes d'actifs risquées sur performer les classes d'actifs moins risquées. A titre de rappel, la performance mesurée à fin avril 2006 en devise locale d'un indice d'actions mondiales est de +25% sur les 12 derniers mois et de +61% sur 3 ans.

Que l'on soit un investisseur institutionnel ou bien une personne gérant son propre patrimoine, on peut raisonnablement se poser la question suivante : faut-il continuer d'investir en actions aujourd'hui et si oui, quelles stratégies de gestion privilégier ?

Afin de répondre à cette question, trois facteurs sont importants à relever du point de vue de la macroéconomie :

- 1. La croissance mondiale reste forte** et, fait remarquable, synchronisée entre les trois grandes zones USA / Europe / Asie. Les prévisions pour 2006 laissent toujours entrevoir un léger ralentissement de la croissance mondiale mais néanmoins tout à fait suffisante pour fournir aux entreprises un environnement porteur (entre +3/+3,5% pour les USA, +2% pour l'Europe et autour de +2,5 pour le Japon).
- 2. Bien que l'environnement conduise à un resserrement monétaire global, les liquidités demeurent abondantes** puisque le taux réel court terme moyen (3 mois) des pays du G7 est toujours inférieur à 1%. Aux USA, le cycle de hausse des taux courts semble approcher de son terme au niveau de 5%, l'Europe semble reprendre des liquidités à un rythme mesuré et le Japon devrait débiter son resserrement monétaire d'ici à la fin de l'année (à condition que les bonnes nouvelles sur l'inflation se confirment).
- 3. L'inflation dans le monde reste globalement basse** et sous contrôle. Par exemple, l'inflation US « core » (hors énergie et alimentation) atteint +2,1% sur 12 mois à fin mars 2006.

Les nouvelles macroéconomiques étant plutôt bonnes, qu'en est-il en ce qui concerne les entreprises (microéconomie) ?

La situation est plutôt favorable, comme en témoigne la vague de fusions-acquisitions qui constitue un puissant soutien des marchés actions. Après US\$ 2000 Milliards de transactions en 2005, le seul 1er trimestre aura connu US\$ 923 Milliards de transactions (l'Europe représentant 45% de ce montant).

L'environnement actuel nous semble toujours sain et nous ne pensons pas encore nous trouver dans une situation « à la 2000 » et ce pour plusieurs raisons :

- 1. Les opérations actuelles sont principalement financées par les fortes liquidités des entreprises.** Moins de 20% sont financés par des titres alors que dans la période 1998-2000, ce chiffre atteignait près de 60%(*).
- 2. Les leçons de la bulle « TMT » ont été retenues.** A l'exception de quelques cas, les entreprises restent prudentes sur leurs prix d'achat et semblent être conservatrices quant à l'estimation des bénéfices liés aux synergies. Les primes moyennes payées par les acheteurs sont de l'ordre de 16% alors que ce chiffre atteignait 27% en 2000⁽¹⁾. Les fusions ont principalement pour objectif une consolidation dans un même secteur d'activité et nous ne nous trouvons pas dans une course à la diversification des activités.
- 3. Les opérations actuelles concernent des pans plus larges de l'économie** alors qu'en 2000, les secteurs « TMT » regroupaient la majorité des opérations.

Du point de vue des valorisations, **les actions restent relativement attractives**, notamment en regard des ratios Price Earnings (autour de 15 aux USA, de 13-14 en Europe et de 11-12 sur les pays émergents). Néanmoins, les profits des entreprises sont à des niveaux très élevés et devraient se réduire sous l'effet de l'augmentation des coûts (énergie, matières premières), de la réapparition de contraintes de capacité de production et donc de la nécessaire reprise des investissements.

L'environnement est donc globalement porteur pour un investissement en actions mais rappelons néanmoins que les 20 à 25% de performance obtenus sur les marchés Européens en 2005 seront plutôt l'exception que la norme dans le futur. Nous estimons que la progression des marchés actions sur les dix prochaines années devraient se situer autour de 6 à 8%.

De plus, les principaux risques sont identifiés et restent l'endettement du consommateur Américain/les prix de l'immobilier US, le prix de l'énergie, un retour vers plus de protectionnisme, un développement pandémique du virus de la grippe aviaire et des actes terroristes de très grande ampleur. Chacun de ces risques est susceptible de modifier très profondément l'environnement économique dans lequel les entreprises évoluent.

Puisqu'un investissement en actions doit être selon nous favorisé, quelle stratégie doit-on privilégier : gestion actions traditionnelle « Long Only » ou « Long/Short? »

Avec aujourd'hui une exposition moyenne de l'ordre de 60%/70% à la direction des marchés (Beta), nos portefeuilles de gérants L/S actions sont en mesure de capturer une bonne partie de la performance des marchés tout en étant moins volatiles. Par contre, si l'environnement fondamental devait changer et devenait moins porteur, nos gérants montreraient une nouvelle fois l'intérêt de leur plus grande flexibilité dans leur gestion et l'importance de disposer de plus d'outils de gestion pour naviguer dans un environnement adverse comme ils l'ont déjà démontré durant la période 2000-2002.

En conclusion, il nous semble que dans un environnement globalement porteur pour les marchés actions mais non exempt de risques, le « coût d'opportunité » d'un investissement en L/S Actions par rapport à un investissement en gestion traditionnelle nous paraît modéré. En effet, permettre de capturer 2/3, voire plus, de la hausse des marchés actions et être en mesure de se protéger en cas de longues périodes de marchés difficiles nous semble être un bon compromis pour les années à venir.

Nous vous remercions de votre confiance et restons à votre disposition pour d'éventuelles questions.

(*) source Financial Times

Christian Bartholin - Christophe Chouard
Gilles du Fretay - Christophe Jaubert
HDF Finance - Rédaction achevée le 2 mai 2006

Performances au 28 avril 2006 (en euros)

MULTI GESTION		1 an	3 ans	5 ans
ALTERNATIVE	HDF Arbitrage Part A	4.72%	12.42%	21.95%
	HDF Global Arbitrage	7.06%	17.00%	28.13%
	HDF Multi Alternatives Part A	10.62%	22.15%	33.23%
	HDF Global Alternatives **	9.98%	25.39%	(1)
	Indice EONIA	2.26%	6.71%	14.52%
	Asclepios	18.41%	38.86%	48.31%
	HDF Global Opportunities Part A	19.04%	39.73%	45.67%
	HDF Europe Long/Short	20.39%	49.93%	61.16%
	HDF Global Long/Short	20.27%	52.10%	(1)
	Xiphias Investissement **	24.55%	52.21%	65.53%
DOMINANTE CLASSIQUE	Indice MSCI World *	25.27%	51.22%	-14.47%
	HDF Europe Equity Part A	35.66%	84.26%	46.67%
	Indice MSCI Europe *	30.10%	72.59%	-2.79%
	HDF Global Equity Part A	35.40%	83.13%	58.75%
	Indice MSCI World *	25.27%	51.22%	-14.47%
	HDF Emerging Markets Equity Part A	56.15%	149.81%	131.47%
FLEXIBLE	Indice MSCI Emerging Mkt Free *	62.14%	157.61%	84.22%
	HDF Capital Appreciation Part A	16.65%	37.82%	41.42%
	Indice Composite (2)	11.52%	26.99%	0.96%

* 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