



# HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

# en direct

Numéro 61 - Juillet 2006

**HDF a été nommé meilleur fournisseur de fonds alternatifs en France par Euromoney.**

## LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

La croissance mondiale traverse, sans trop de casse, les défis énergétiques et plus récemment une tempête financière violente mais de courte durée. Plusieurs forces restent au cœur de la dynamique des marchés : la croissance, la volatilité financière, les politiques monétaires menées et anticipées, le dollar. Sans oublier le poids d'une situation géopolitique mondiale aujourd'hui très tendue.

### Une croissance mondiale toujours porteuse

Pour 2006 et 2007, la croissance mondiale devrait être proche de 5 % par an selon les dernières prévisions du FMI. Elle demeure donc fortement *résiliente*, montrant une forte capacité à résister à des chocs non négligeables – le choc énergétique, une grande instabilité financière, une situation géopolitique mondiale toujours tendue, etc. – Du côté des prix du pétrole, on a pu toucher récemment le niveau de 75 dollars le baril, sans inquiétude excessive. Certes, les marchés et les banques centrales commencent à s'inquiéter des risques inflationnistes, et j'aurai l'occasion d'y revenir. Mais, clairement, nous ne sommes pas dans les années 1970. Nos entreprises et nos économies sont moins dépendantes qu'alors des prix du pétrole, du gaz... et les ratios d'intensité énergétique (comme, par exemple, la consommation d'énergie rapportée au PIB) ont beaucoup baissé. En outre, il faut comparer ce qui est comparable et rappeler qu'en 1980, le baril s'échangeait à 90-100 dollars d'aujourd'hui, niveau qui dans la période récente n'a pas été atteint et ne le sera probablement pas à court terme.

L'économie mondiale continue à montrer une forte résilience face au choc énergétique grâce à deux facteurs essentiels : la dynamique de nombreuses zones et pays, et l'abondance des liquidités.

La croissance est et va rester vive en Chine (autour de 10 %), en Inde (7-8 %), en Russie (plus de 6 %)... De plus, deux « poids lourds » de l'économie mondiale – le Japon et l'Allemagne – sont de retour après plusieurs années de vaches maigres. Quant aux pays émergents, même s'ils ont été secoués par la tempête financière de mai-juin, ils devraient continuer à afficher des progressions significatives de leur activité.

La croissance mondiale demeure fortement indexée sur la croissance américaine. Même si les créations d'emplois en juin (121 000) ont été inférieures aux attentes, le taux de chômage demeure modique aux Etats-Unis (4,6 %) et l'hypothèse d'un atterrissage très en douceur de l'économie américaine reste le scénario le plus probable : après une croissance autour de 3,5 % en 2006, il faut s'attendre pour l'année prochaine à une performance proche de 3 %, sous l'hypothèse que je privilégie d'un atterrissage doux pour l'immobilier. Quant à l'Europe, elle va –heureusement– mieux qu'en 2005, mais elle peine à profiter pleinement de la croissance mondiale. La zone euro devrait être à environ 2 % de croissance annuelle en 2006 comme en 2007 (après 1,4 % l'année dernière).

### Risques d'inflation, volatilité financière et conduite des politiques monétaires

Ce sont les craintes inflationnistes qui, en mai dernier, ont mis le feu aux poudres et provoqué sur les marchés financiers une forte correction et une volatilité nettement plus forte que celle désormais considérée comme « normale » et inévitable. Ces craintes sont-elles justifiées ? Je ne le crois pas. Certes l'inflation brute (donc énergie comprise) a remonté aux Etats-Unis, en Europe,... Mais, heureusement, le « noyau dur » d'inflation (hors prix de l'énergie et des produits alimentaires) n'a pas suivi, ou très peu. Sous cet angle, les analogies avec les années 1970 sont infondées. La globalisation, avec la concurrence qu'elle engendre, est un bouclier effi-

cace contre l'inflation, et les « effets de second tour » (enchaînements réciproques de hausses de prix et de salaires) restent très marginaux. Si les salaires ont crû de 3,9 % de juin 2005 à juin 2006 aux Etats-Unis, les gains de productivité, qui demeurent rapides, devraient permettre de « digérer » une telle progression sans rebond significatif de l'inflation.

Dans ce contexte, on serait en droit d'attendre un discours calme et plutôt rassurant, tout en étant vigilant, de la part des banques centrales. Or, telle n'est pas l'impression dominante. Même la personne la mieux à même de savoir comment s'équilibrent aux Etats-Unis le risque de ralentissement de la croissance et le risque du retour de l'inflation, à savoir Ben Bernanke, le président de la Réserve Fédérale, donne le sentiment d'être lui-même dans le brouillard. Selon les semaines, il privilégie l'un des deux risques par rapport à l'autre, suscitant des anticipations de taux d'intérêt très volatiles.

La Fed pourrait maintenir son taux directeur (à 5,25 %) lors de son prochain Conseil le 8 août. Par contre, Jean-Claude Trichet a déjà presque annoncé un relèvement du taux directeur de la BCE (aujourd'hui à 2,75 %) pour le 3 août. Dans la mesure où les risques d'inflation me paraissent exagérés par les banques centrales et compte tenu du niveau déjà élevé de l'euro, je conteste la poursuite du resserrement monétaire dans la zone euro. Un resserrement qui, par contre, vient juste de s'amorcer comme prévu dans le cas du Japon. Seul le *tempo* de la remontée des taux du Japon est incertain...

Dans ce contexte, les marchés d'actions devraient rester globalement porteurs. Certes la situation au Proche et Moyen-Orient est aujourd'hui plus qu'inquiétante. A court terme, cela pèse inévitablement sur les cours du pétrole et les bourses. Cependant, les indices boursiers devraient, par delà d'inévitables yo-yo à très court terme, progresser sous l'effet de deux moteurs : les liquidités qui vont rester abondantes, et la poursuite des restructurations dans tous les secteurs. Ces deux forces pourraient permettre de « digérer » l'impact négatif du contexte géopolitique défavorable et de la remontée des taux (courts et longs). Un objectif de 5 200 pour le CAC 40 fin décembre 2006 n'aurait rien d'extravagant.

### Persistance du risque dollar

Le déficit budgétaire américain est en net recul, grâce à des rentrées fiscales plus fortes qu'attendu ; il devrait revenir à 2,3 % du PIB pour l'exercice 2006 (clos au 30 septembre prochain). Mais, dans le même temps, le déficit extérieur américain reste abyssal, autour de 7 % du PIB. L'explication d'une telle divergence tient à l'insuffisance de l'épargne privée, épargne encore négative du côté des ménages américains. Quoi qu'il en soit, la position extérieure des Etats-Unis fait que le dollar est et va rester fragile. Le scénario dans lequel l'euro se rapproche rapidement de 1,30 dollar et se dirige même vers 1,35 reste une référence pour les marchés. Si tel était le cas dans les mois à venir, il faudrait alors s'attendre à une accélération de la « normalisation » des taux longs. Jusqu'à présent, la remontée des taux longs a été modérée et ordonnée, ce qui facilite l'atterrissage en douceur de l'immobilier. Une vraie secousse sur le dollar ferait monter les taux longs nettement plus vite aux Etats-Unis et dans le reste du monde. Heureusement, le pire n'est pas toujours certain...

Christian de Boissieu  
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)  
Rédaction achevée le 17 juillet 2006

## LE POINT DE VUE DU GÉRANT

### • Les baisses récentes modifient-elles les perspectives boursières ?

Les mois de mai et juin ont vu les bourses mondiales régresser fortement. Les marchés se sont subitement inquiétés des propos de la Fed au sujet des risques inflationnistes. Il est vrai que les autorités monétaires sont aujourd'hui confrontées à un dilemme qui n'est pas nouveau mais ô combien délicat !

En effet, la première préoccupation des banques centrales, à commencer par la Fed, doit-elle être de contrer des signes de résurgence de l'inflation en augmentant les taux d'intérêt, au risque de provoquer un ralentissement économique, voire une récession ?

Début mai, les propos de la Fed ont laissé penser que les risques inflationnistes grandissaient significativement, impliquant une poursuite de la remontée des taux courts ce qui a enclenché la baisse des marchés boursiers. Plus récemment, ces propos sont redevenus plus neutres et ont apaisé les places boursières.

Nous continuons à penser que le risque inflationniste est faible, malgré le niveau actuel des prix du pétrole et de diverses matières premières (sauf si un risque géo-politique majeur, impossible à prévoir, provoquait un choc durable sur ces prix). Même si les coûts salariaux ont commencé à augmenter en Chine, la productivité y progresse aussi ; de même, les immenses réservoirs de main d'œuvre bon marché d'Inde et de Chine constituent autant de forces de rappel.

Depuis la reprise des bourses amorcée en Mars 2003, des corrections plus ou moins brutales font partie de l'environnement financier dans lequel nous opérons, encore plus que par le passé. Un tel à coup s'est donc produit récemment mais ne modifie pas les perspectives généralement favorables des bourses pour les 6/12 prochains mois. Dans ce contexte, le recours à des stratégies long/short constitue une approche prudente pour se protéger contre les à coups inévitables.

### • Gestion alternative, décorrélation et protection du capital

Au cours de la récente période de baisse brutale des marchés, certaines stratégies de gestion alternative ont accusé, à divers degrés, des résultats négatifs si bien que la décorrélation apportée par ce type de gestion fait parfois l'objet d'interrogations.

Il convient dans un premier temps de faire la part des choses. Tout d'abord, ces interrogations s'expriment parfois à propos de « la » gestion alternative en général alors que, nous insistons souvent sur ce point, ce terme recouvre une très grande variété de stratégies aux comportements très différents à tout moment.

### Risques inflationnistes, gestion alternative et décorrélation

De fait, les stratégies d'arbitrage ont en général assez bien résisté au cours de cette baisse des marchés boursiers. Toute généralisation à « la » gestion alternative, de manière indifférenciée, s'avère donc (une fois de plus) excessive.

Il n'en reste pas moins que les gestions « long /short » actions n'ont pas été complètement épargnées. Beaucoup de gérants « long/short » ont enregistré sur deux mois (mai et juin) des performances négatives, d'un niveau toutefois très inférieur, en général, à celles des indices. Les résultats au cours de cette période font également ressortir, une fois de plus, des écarts de performance très sensibles entre gérants. Dans ces conditions, peut-on conclure que la gestion long/short actions n'a pas tenu ses promesses de décorrélation ?

Les gestions long/short actions apportent indéniablement une décorrélation sur le moyen terme mais peuvent ne pas être entièrement décorrélées jour après jour (sauf, peut-être, certaines gestions totalement « market neutral », ce qui est l'exception). En fait, une corrélation partielle et passagère peut être bénéfique pour les investisseurs : il peut être judicieux pour un gérant d'exploiter certaines tendances haussières (le « bêta ») tout en étant réactif et capable de diminuer son exposition au marché quand les circonstances l'exigent.

Dans cette logique de flexibilité, les performances des fonds HDF long/short sur actions internationales sont probantes (sur 5 ans à fin juin 2006) :

	Performance	Volatilité
HDF Global Opportunities (majoritairement long/short)	+ 35,6%	3%
HDF Global Equity (partiellement long short <40%)	+ 43,5%	8%
Indice MSCI Monde** (actions internationales)	- 19,4%	17%

La décorrélation existe donc bel et bien mais elle ne peut être correctement évaluée que dans la durée, ce qui ne surprendra aucune personne bien informée : les conclusions tirées de trop peu d'observations sur une courte durée ne sont pas significatives. Laissons le temps au temps.

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

Christian Bartholin - Christophe Chouard  
Gilles du Fretoy - Christophe Jaubert  
HDF Finance - Rédaction achevée le 12 juillet 2006

### PERFORMANCES AU 30 JUIN 2006 EN EURO

			1 AN	3 ANS	5 ANS
MULTI STRATEGIES	<b>HDF Multi Alternatives Part A</b>	Fonds alternatifs	8.60%	16.74%	28.15%
	<b>HDF Global Alternatives *</b>	Fonds alternatifs	6.74%	19.88%	(1)
	<b>Xiphias Investissement *</b>	Fonds alternatifs	14.24%	39.35%	52.51%
	<b>HDF Capital Appreciation Part A</b>	Fonds alternatifs et classiques	11.17%	27.28%	33.63%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	<b>HDF Arbitrage Part A</b>	Fonds alternatifs	5.62%	9.78%	20.27%
	<b>HDF Global Arbitrage</b>	Fonds alternatifs	6.84%	13.32%	27.26%
		Indice EONIA	2.41%	6.75%	14.13%
TRADING	<b>HDF Trading</b>	Fonds alternatifs	7.30%	(1)	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	<b>HDF Optimix</b>	Fonds alternatifs	5.03%	15.35%	34.40%
		Indice JP Morgan GBI Broad	-2.03%	6.79%	25.68%
ACTIONS LONG-SHORT	<b>Asclepios</b>	Fonds alternatifs	12.18%	29.30%	38.28%
	<b>HDF Global Opportunities Part A</b>	Fonds alternatifs	11.64%	28.83%	35.55%
	<b>HDF Global Long/Short</b>	Fonds alternatifs	12.37%	39.66%	(1)
	<b>HDF Europe Long/Short</b>	Fonds alternatifs	13.32%	39.19%	48.19%
ACTIONS	<b>HDF Global Equity Part A</b>	Au moins 60% de fonds classiques	16.67%	57.67%	43.48%
		Indice MSCI World **	8.52%	34.91%	-19.44%
	<b>HDF Europe Equity Part A</b>	Au moins 60% de fonds classiques	19.19%	61.05%	36.63%
		Indice MSCI Europe **	14.88%	54.09%	-3.90%
	<b>HDF Emerging Markets Equity Part A</b>	Au moins 60% de fonds classiques	24.41%	99.44%	93.23%
	Indice MSCI Emerging Mkt Free **	24.58%	100.23%	53.28%	

\* : Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

\*\* : Dividendes non réinvestis.

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

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.