



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 63 - Janvier 2007

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Une économie mondiale toujours résiliente

L'année 2006 a vu la persistance d'une croissance mondiale vive sans réelle inflation. Dans un contexte international toujours tendu, les bonnes nouvelles sont venues non seulement de la croissance, mais aussi des surprises favorables dues au fort rebond de l'Allemagne et à la progression, plus marquée que prévu, des bourses.

L'économie mondiale demeure hautement résiliente, en ce qu'elle continue à digérer un certain nombre de chocs potentiellement négatifs -chocs géopolitiques, énergétiques,...- sans trop de dégâts. La croissance mondiale est restée autour de 5% par an en 2006. Pour 2007, elle devrait être autour de 4,5%. En 2006, le commerce mondial aura crû de près de 10%. Dans le cadre français où la mondialisation est tellement décriée, encore plus à l'approche d'échéances électorales majeures, il est bon de rappeler que l'ouverture est un facteur essentiel de la croissance.

L'année 2006 a également vu s'amorcer un phénomène qui va être au cœur de 2007 et des années ultérieures : le rééquilibrage de la croissance. Le ralentissement américain a commencé en 2006, provoqué par « l'atterrissage » du marché du logement. Même si les prix des logements ont commencé à baisser aux Etats-Unis, alors que dans la plupart des autres pays européens (dont la France) il n'est question que de décélération des prix des logements (baisse du taux de croissance de ces prix, qui demeure positif), les effets sur la consommation des ménages restent contenus, surtout tant que les bourses progressent (l'effet de richesse positif sur les marchés d'actions permettant de compenser, peu ou prou, l'effet de richesse négatif sur le logement). A la lumière des informations disponibles, je continue à privilégier le scénario d'atterrissage en douceur pour l'économie américaine : après 3,3 -3,4% en 2006, la croissance serait autour de 2,5% en 2007. Vu le poids de l'économie américaine, une telle dynamique aura un impact sur le reste du monde. Mais elle n'empêchera pas de s'affirmer le solide relais de croissance déjà à l'œuvre l'année dernière : toujours 10% de croissance en Chine, 7 à 8% en Inde, 7% en Russie, des performances moins éclatantes mais globalement satisfaisantes en Asie du Sud-Est, en Amérique latine... Pour 2007, il faut s'attendre à des chiffres à peu près identiques dans les grands pays émergents ou en transition.

L'inflation ? L'étonnant est qu'elle soit restée aussi modérée malgré l'importance du choc énergétique depuis trois ans. Ben Bernanke, le président de la Fed, et Jean-Claude Trichet, le président de la BCE, ne manquent pas une occasion d'agiter le spectre de l'inflation. Ils sont sans aucun doute dans leur rôle. Je suis dans le mien en relativisant grandement cette crainte. Car l'inflation, au sens habituel (prix de détail ou prix de gros), est restée globalement « sage » en 2006. Avec la décade déjà enregistrée des prix du pétrole, elle devrait le demeurer en 2007. Désormais, inflation et déflation se concentrent sur les marchés d'actifs (financiers, immobiliers...), mais les banques centrales éprouvent quelques difficultés à en tirer rapidement toutes les conséquences...

Le rebond de l'Allemagne en 2006 a été largement sous-estimé par les conjoncturistes. En définitive, cette croissance a été en 2006 de 2,5%, au dessus donc de la moyenne de la zone euro et de la croissance française. Cette bonne surprise, pour l'Allemagne et par ricochet pour la France et le reste de l'Europe, tient avant tout à l'excellente compétitivité allemande. Face au même choc énergétique et au même choc monétaire né du recul du dollar, l'Allemagne et la France affichent des soldes extérieurs et des composantes de la croissance fort différents.

En 2007, l'Allemagne va, pour l'essentiel, continuer sur sa lancée sans renouveler la performance de 2006. Car le relèvement de 3 points de la TVA au 1^{er} janvier dernier va un peu peser sur le pouvoir d'achat et la consommation, après avoir plutôt soutenu celle-ci au deuxième semestre de 2006 par le jeu d'un classique effet d'anticipation. Mais une telle mesure fiscale ne va pas pour autant casser la dynamique allemande.

Au total, la croissance de l'Allemagne en 2007 devrait être de 1,8 - 1,9%, c'est-à-dire très légèrement au dessous de la France (autour de 2,1%) et de la moyenne de la zone euro (environ 2,2%). Le gouvernement Merkel a annoncé aussi des réductions d'impôts pour les entreprises à compter de 2008, susceptibles de nourrir l'investissement et la croissance et de renfor-

Perspectives économiques et financières pour 2007

cer la concurrence fiscale exercée sur les partenaires européens (dont, bien sûr, la France).

La progression des bourses

Après une année 2005 déjà très favorable, l'année boursière 2006 a été spécialement faste au plan mondial. Ainsi, les indices boursiers ont progressé de 16,3%, à New York (Dow Jones), de 17,5% à Paris (CAC 40, mais 20% avec les dividendes réinvestis), de 7% à Tokyo (Nikkei). Les excellentes performances de 2006 trouvent des explications ; elles ne sont une (bonne) surprise que par l'ampleur, et non le principe, de la progression des indices boursiers. Car plusieurs forces agissent ici dans la même direction : la profitabilité des grandes entreprises et des banques ; l'abondance des liquidités mondiales ; la configuration des taux d'intérêt ; la poursuite des restructurations.

Les marchés sont rassurés par la Réserve fédérale américaine, qui a probablement achevé cette phase de resserrement monétaire. La BCE, quant à elle, n'a sans doute pas terminé son cycle de resserrement monétaire. Quant aux taux d'intérêt à long terme, déjouant tous les pronostics, ils restent à des niveaux étonnamment bas, comme d'ailleurs les primes de risque payés par les émetteurs privés, et ceci est aussi la conséquence de l'abondance de liquidités.

En 2007, les moteurs des bourses devraient, pour la plupart d'entre eux, rester allumés. Seule une possible remontée des taux longs pourrait contrecarrer la poursuite de la tendance boursière. On peut cependant escompter une hausse des indices boursiers un peu en retrait de celle enregistrée l'année dernière.

Les aléas persistants pour 2007

Ces aléas sont nombreux. D'abord, les prix de l'énergie. Au moment de l'écriture de ces lignes, les prix du pétrole étaient en train de refluer rapidement vers 50 dollars le baril. Volatilité des marchés, versatilité des analyses (et des analystes !). En fait, la correction dont il est question est due à la douceur de l'hiver et au sentiment que l'OPEP ne maîtrise plus vraiment les prix... Il suffirait d'un mois de février rigoureux du point de vue des températures pour corriger la correction évoquée... Compte tenu d'un certain nombre de facteurs structurels -les besoins énergétiques de la Chine et de l'Inde, la situation en Irak, l'attitude de l'Iran- ils devraient en 2007 fluctuer entre 50 et 65 dollars, avec une très forte volatilité à court terme. Car le marché pétrolier est très dépendant à court terme, comme les autres classes d'actifs (actions, immobilier, or, devises...), du comportement spéculatif d'un certain nombre d'investisseurs.

Un second aléa, déjà évoqué mais jamais assez souligné, concerne les taux d'intérêt à long terme. Ils devraient rester globalement modérés en 2007, tant que la situation d'abondance de liquidités se prolonge. Mais ils pourraient quand même amorcer une remontée sous l'effet d'un recul supplémentaire du dollar : ce recul pourrait inciter les banques centrales asiatiques à moins se charger en dollars additionnels, obligeant à un financement privé accru du déficit extérieur américain qui ne pourrait être obtenu que par un relèvement des taux longs aux Etats-Unis et, par ricochet, en Europe et ailleurs.

On le voit, le troisième aléa majeur de 2007 touche au billet vert. Certes, le déficit budgétaire américain a décliné. Mais, dans le même temps, le déficit extérieur s'est élargi (environ 800 milliards de dollars par an, soit près de 7% du PIB américain). Dès qu'un pays signale son moindre appétit pour le dollar, une volonté de diversification de ses réserves de change vers l'euro (déclarations périodiques de la Banque centrale de Chine, ...) ou de désengagement du dollar (exemple de l'Iran), le taux de change euro/dollar encaisse de telles annonces avant même tout passage à l'acte. Le dollar reste, en 2007 - 2008, l'épée de Damoclès au dessus de nos têtes.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 19 janvier 2007

2006...

L'année 2006 s'est terminée de façon euphorique avec des marchés actions en forte hausse après quasiment 4 années de hausse.

Si nous prenons un peu de recul et regardons plus dans le détail, l'année n'aura pas été un long fleuve tranquille.

L'année écoulée peut se décomposer en 3 périodes de durée semblable. Durant le premier et le dernier tiers de l'année nous avons vu une combinaison de faible inflation, une croissance mondiale forte, des entreprises réalisant des profits record, des marchés actions en forte hausse, des spreads de crédit qui se resserrent. Dans ces conditions, les investisseurs déploient leurs portefeuilles et sont enclins à prendre des risques.

Entre ces deux périodes, surgissent brutalement des craintes sur l'inflation, des incertitudes sur l'étendue du ralentissement mondial et plus spécifiquement aux USA (ralentissement de milieu de cycle ou récession ?). Les marchés réagissent alors brutalement et tous les actifs risqués baissent dans un grand mouvement de panique et sans grand discernement.

Dans ces conditions, nos choix stratégiques et nos choix d'allocations pays ont globalement porté leurs fruits sur l'année puisque à titre d'illustration, HDF Global Equity termine en 2006 sa 6^{ème} année consécutive de surperformance de son indice de comparaison avec une performance de 11.6% contre 7.4% pour l'indice des actions mondiales (MSCI World) en euros.

2007...

Quel positionnement privilégions-nous pour l'année 2007 ?

En termes d'allocation d'actifs, nous maintenons notre préférence pour les actions par rapport aux obligations et à l'immobilier. Les éléments qui sous-tendent ce choix pour la construction de nos portefeuilles sont les suivants :

- **La croissance restera forte dans le monde.** Nous maintenons notre vue d'un ralentissement de milieu de cycle de la croissance mondiale mais qui reste sur un niveau soutenu (autour de 4-4,5%). De même qu'en 2006, la croissance mondiale devrait en 2007 tourner sur ses trois moteurs (USA, Europe et Asie).

- **Les liquidités sont abondantes.** Le niveau des liquidités se réduit progressivement mais reste satisfaisant et l'inflation, même si apparaissent quelques tensions, est globalement basse et reste contenue (l'indice global CPI calculé par l'OCDE se situe autour de 2,5%). Le choc structurel de l'offre que constitue la

globalisation de l'économie mondiale, la volonté de développement des pays émergents, la diffusion des nouvelles technologies et les réformes des économies les moins flexibles devraient maintenir éloigné pour quelque temps encore le risque inflationniste.

De plus, le resserrement monétaire constaté en 2006 pourrait ralentir en 2007 ce qui fournirait une force de soutien supplémentaire pour les actifs financiers.

- **Les valorisations des entreprises sont globalement attractives.**

Les valorisations des marchés actions sont globalement attractives par rapports aux actifs obligataires (exemple : le rendement des titres Européen, dividendes + rachats de titres, atteint 4% sur 2006). En terme absolu, les actions sont raisonnablement valorisées avec des PER de 11 à 16 suivant la zone considérée.

Le coût du crédit reste globalement faible comparé au potentiel de croissance économique ce qui incite les entreprises à investir ou à trouver des relais de croissance externe. De ce fait, après une année record en termes de fusion et acquisition (4000 Mds de US \$ de transactions annoncées sur 2006), nous pensons que le cycle va se poursuivre, notamment en Europe, et devrait fournir un fort soutien aux valorisations des marchés actions.

Ce scénario relativement « rose » des marchés financiers pour 2007 n'est cependant pas exempt de risques. Notamment, après quatre années de croissance mondiale autour de 5%, chaque année qui passe nous rapproche un peu plus de la prochaine période de ralentissement de l'économie mondiale et nous restons dans notre gestion extrêmement vigilants et plus particulièrement sur les facteurs de risque suivants : l'endettement du consommateur américain, les prix de l'immobilier US, le prix de l'énergie, une réduction forte des investissements en actifs risqués financés par des emprunts à taux bas (en Yen ou Franc suisse), une crise de confiance sur le US\$ entraînant une remontée brutale des taux long terme US, un retour vers plus de protectionnisme, un développement pandémique du virus de la grippe aviaire, des actes terroristes, des tensions géopolitiques.

Nous vous remercions de votre confiance et vous souhaitons une excellente année 2007.

Christian Bartholin - Christophe Chouard
Gilles du Fretay - Christophe Jaubert
HDF Finance - Rédaction achevée le 30 janvier 2007

PERFORMANCES AU 29 DÉCEMBRE 2006 EN EURO

			1 AN	3 ANS	5 ANS
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A	Fonds alternatifs	7.46%	17.89%	30.29%
	HDF Global Alternatives	Fonds alternatifs	7.07%	20.42%	(1)
	Xiphias Investissement *	Fonds alternatifs	11.36%	41.98%	60.46%
	HDF Capital Appreciation Part A	Fonds alternatifs et classiques	10.11%	28.30%	43.10%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Part A	Fonds alternatifs	5.90%	11.42%	21.46%
	HDF Global Arbitrage	Fonds alternatifs	6.84%	15.75%	28.50%
	Indice EONIA		2.91%	7.35%	13.65%
TRADING	HDF Trading Part A	Fonds alternatifs	4.11%	18.16%	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A	Fonds alternatifs	3.59%	13.56%	32.98%
	Indice JP Morgan GBI Broad		0.97%	10.38%	25.06%
ACTIONS LONG-SHORT	Asclepios	Fonds alternatifs	9.95%	29.22%	44.48%
	HDF Global Opportunities Part A	Fonds alternatifs	9.66%	30.41%	41.96%
	HDF Global Long/Short	Fonds alternatifs	9.61%	37.95%	56.31%
	HDF Europe Long/Short	Fonds alternatifs	12.64%	42.74%	57.41%
ACTIONS	HDF Global Equity Part A	Au moins 60% de fonds classiques	11.61%	58.09%	65.70%
	Indice MSCI World		7.40%	44.93%	7.06%
	HDF Europe Equity Part A	Au moins 60% de fonds classiques	19.99%	66.95%	58.90%
Indice MSCI Europe		19.61%	70.54%	34.65%	
HDF Emerging Markets Equity Part A	Au moins 60% de fonds classiques	20.75%	92.95%	135.57%	
Indice MSCI Emerging Mkt Free **		15.56%	98.83%	93.61%	

* : Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

** : Dividendes non réinvestis.

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