



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 64 - Mai 2007

STANDARD
& POOR'S

AA
FUND MANAGEMENT RATING

4 fonds HDF reçoivent un rating « AA »
de Standard and Poor's

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

La croissance mondiale demeure très dynamique, et les bourses dépassent dans leur progression les plus folles anticipations. De quoi se plaindre, et de quoi s'inquiéter ? L'objet de cette chronique est de prendre la mesure des évolutions récentes et des perspectives à court terme, en privilégiant trois thèmes : la croissance, le dollar et les marchés financiers.

Les perspectives de la croissance

La décélération de la croissance américaine était attendue, mais son ampleur a surpris. Au premier trimestre de 2007, cette croissance n'a été que de 1,3% en rythme annuel, contre 1,8% attendu par les analystes. Comme on pouvait s'y attendre, l'emploi fait déjà un peu les frais du ralentissement, avec un taux de chômage qui a remonté en avril de 4,4 à 4,5%. Les causes de cet atterrissage sont bien identifiées : recul de l'immobilier, après des années d'euphorie ; impact du resserrement monétaire pratiqué par la Fed ; conséquences du choc énergétique ; etc. Mais les effets à attendre de tout cela pour l'Europe restent incertains.

Aujourd'hui la croissance mondiale n'est plus totalement ancrée sur la croissance américaine. Alors que les experts du FMI postulent un atterrissage plutôt en douceur des Etats-Unis - et je partage largement leur scénario - avec une croissance américaine passant de 3,3% en 2006 à 2,2% en 2007, ils maintiennent l'hypothèse d'une croissance mondiale toujours impressionnante, à 4,9% cette année contre 5,4% en 2006. La prospérité mondiale est donc moins dépendante qu'avant de celle des Etats - Unis, grâce à la montée des grands pays émergents d'Asie (Chine, Inde ...) et à la bonne santé de l'Amérique latine. Cette tendance se renforcera dans l'avenir.

Le rééquilibrage des forces dans l'économie mondiale explique aussi pourquoi la zone euro devrait relativement moins ralentir que les Etats-Unis : 2,4% de croissance en moyenne en 2007 pour la zone, contre 2,7% en 2006. Le rapport annuel de la Commission européenne sur l'état de la zone euro publié début mai se montre résolument optimiste sur les perspectives d'activité et d'emploi. Il invite à juste titre les gouvernements à profiter de cette bonne conjoncture globale (avec encore de fortes disparités de croissance et d'inflation à l'intérieur de la zone) pour réduire les déficits publics et la dette. Du côté de la France, une telle exigence va s'imposer au nouveau Président et à son gouvernement. Car on voit mal comment notre pays pourrait se permettre, ne serait-ce que pendant un ou deux ans, une dégradation de ses déficits et de sa dette publique. Il va donc falloir financer les mesures mises en œuvre par des redéploiements à l'intérieur d'une enveloppe globale de dépenses publiques fortement contrainte.

Le dollar : leur monnaie, notre problème

Parmi les raisons pour lesquelles nous allons cependant continuer à dépendre en partie des conditions d'atterrissage de l'économie américaine, il en est une spécialement importante, le dollar. Les derniers chiffres américains ont accentué le mouvement baissier sur la devise américaine. L'euro tend à monter, mais la vigueur de la monnaie européenne est moins le reflet de la force de l'Europe que de la fragilité de l'économie américaine : déficit extérieur abyssal (près de 7% du PIB) et ralentissement de l'activité. Ce qui est ennuyeux pour notre compétitivité et notre croissance, c'est que l'Europe supporte tout le poids de la chute du dollar. Car le Japon fait tout pour favoriser la faiblesse du yen, et les Chinois ont réévalué leur monnaie de façon très symbolique vis-à-vis de la devise américaine.

Bien sûr, les taux de change n'expliquent pas tout. Partageant la même monnaie, l'Allemagne affiche un excédent extérieur considérable, alors que la France a eu l'année dernière un déficit commercial proche de 30 milliards d'euros.

La BCE ne peut guère, au niveau actuel, se désintéresser du taux de change de l'euro. Sans aucunement toucher à ses statuts et à son indépendance, je souhaite qu'elle soit plus pragmatique. Pourquoi laisser entendre qu'elle va encore relever son taux directeur une ou deux fois,

Météo globalement favorable avec risque de passages nuageux

passant de 3,75% (niveau actuel) à 4 ou 4,25% alors qu'il n'y a pas de vrai risque d'inflation ? On le voit bien, notre sort dépend quand même un peu de nous...

Si l'euro continue à monter et franchit la barre de 1,40 dollar, il faudra tirer la sonnette d'alarme. Quand l'euro était trop bas et le dollar trop cher, la Fed a été bien contente de se joindre aux autres grandes banques centrales pour soutenir la monnaie européenne (octobre 2000). Dans la configuration inverse de la précédente, il ne faudra pas trop compter sur les Américains pour venir à la rescousse du dollar. Parce que nous risquons d'être un peu seuls face à la Chine et au Japon trop contents de coller à un dollar qui baisse, il faut vraiment établir un dialogue de confiance dans la zone euro entre les gouvernements et la BCE, dans le respect de l'indépendance de celle-ci.

Les perspectives pour les marchés financiers

Les bourses continuent à négliger la géopolitique mondiale toujours incertaine et tendue, et à progresser plus vite que prévu. Qui, en décembre 2006, aurait parié sur un CAC 40 à plus de 6.000 et un Dow Jones au-delà de 13.000 en mai 2007 ? Bien sûr, après coup, chacun l'avait prévu...

Trois moteurs des marchés d'actions restent clairement allumés :

1) L'abondance des liquidités dans le monde, qui permet à la plupart des marchés d'actifs de continuer à progresser. Même les prix de l'immobilier montent encore dans la plupart des pays développés - à l'exception des Etats-Unis où ils poursuivent leur recul - même si c'est à un rythme ralenti (exemple de la France). La profusion de liquidités maintient les taux longs à des niveaux modiques (un peu plus de 4,2% pour les obligations d'Etat à 10 ans en Allemagne et en France, autour de 4,7% aux Etats-Unis), comme elle conduit à des spreads de signature extrêmement bas au regard du vrai risque de crédit. Le bas niveau des taux longs soutient à la fois le marché obligataire et le marché des actions, malgré le resserrement des politiques monétaires ; il a conduit à l'inversion de la courbe des taux (Etats-Unis) ou à son aplatissement (cas de la zone euro).

2) La rentabilité impressionnante des entreprises, des banques ... Je ne vise pas ici les PME, qui affichent souvent des résultats plus contrastés et moins flatteurs que les grandes entreprises. Mais, pour ces dernières, les profits réalisés demeurent élevés, alors qu'une décélération était attendue par les analystes. Il en résulte des PER soutenables et même « raisonnables », puisque la progression des cours accompagne celle des profits : à New York, le PER moyen pour le Dow Jones est en avril 2007 de 16, en Europe il est en moyenne de 13. Donc, rien à voir (heureusement !) avec les niveaux atteints avant le krach de 1987 ou lors de la bulle Internet.

3) L'accélération des opérations de fusion-acquisition, avec au plan mondial un montant de 1000 milliards de dollars d'opérations au 1^{er} trimestre 2007. Tous les secteurs sont concernés, même si actuellement le secteur bancaire retient tout spécialement l'attention (ABN Amro, etc.).

Il ne faudrait pas pour autant verser dans l'euphorie. Les taux longs finiront par remonter, et dans le scénario que je privilégie, cela pourrait découler d'une chute supplémentaire du dollar obligeant les Etats-Unis à mieux rémunérer les capitaux étrangers nécessaires au financement du déficit extérieur américain. En outre, les secousses à répétition en provenance de la Chine (et du marché émergent de Shanghai) ne sont probablement pas terminées.

Une certaine prudence est donc de mise, mais qui n'empêche pas de profiter de la vigueur actuelle et à court terme des marchés financiers. Un CAC 40 à 6400 - 6500 en décembre 2007 n'est plus une pure hypothèse d'école.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 7 mai 2007

LE POINT DE VUE DU GÉRANT

Les rendements obligataires sont bas, et depuis longtemps

La faiblesse des rendements d'obligations d'Etats est constatée depuis maintenant plusieurs années. Les taux longs restent bas dans toutes les grandes économies : depuis 5 ans les obligations à 10 ans aux USA et au Royaume-Uni ont un rendement inférieur à 5%, et il oscille autour de 4% en Europe. Ces faibles rendements persistent malgré un durcissement monétaire très sensible aux Etats-Unis, en Europe et au Royaume-Uni. Par conséquent, les courbes de taux sont partout très plates, voire inversées.

A la recherche de rendements plus attractifs, les investisseurs se sont naturellement tournés vers les obligations d'entreprises. Sur cette même période de 5 ans, les obligations des pays émergents en devises « dures » (\$ ou €) ont vu leur spread se réduire de plus de 1000 pbs en 2002 à moins de 200 pbs. Le spread des obligations d'entreprises a littéralement fondu, aux USA comme en Europe. Il s'établit ainsi, par exemple, à seulement 20 pbs pour les entreprises européennes de catégorie « investissement », soit trois fois moins qu'en 2004. Le renchérissement est encore plus spectaculaire pour la catégorie spéculative (High Yield). Notons toutefois que sur cette période les taux de défaut sont tombés de 10% à 2% en Europe, mesure de l'amélioration de la qualité du crédit des entreprises (baisse du levier) et de la bonne santé des économies.

Les facteurs explicatifs de la chute des rendements des marchés Fixed Income sont à la fois structurels et conjoncturels :

- le vieillissement des populations dans les pays développés génère des achats importants d'obligations longues en adossement des passifs retraite.
- la forte croissance mondiale est à l'origine d'une abondance de liquidités : les pétrodollars et les réserves des banques centrales sont à la recherche de placements stables et à faible volatilité.
- la globalisation des économies permet de contenir les coûts de production et donc les taux d'inflation (notamment salariale). Elle est à l'origine de taux réels à court terme bas, dont le corollaire est un marché obligataire peu attractif.
- le Japon ou la Suisse maintiennent des taux de financements très compétitifs, et génèrent des opérations de spéculation sur les devises à taux élevés (carry trade) qui participent également à la chute des rendements des marchés obligataires.

Nouveaux produits, nouvelles opportunités.

Avec la crise du crédit de 2001 et les nouvelles contraintes réglementaires (Bâle II), le marché de la dette d'entreprises, auparavant concentré dans les mains des seules banques, s'est très largement ouvert aux différents investisseurs. Par conséquent, le marché a nettement évolué depuis quelques années avec le développement du marché des produits de crédit (CDS, CDO, loans, subprime mortgages...).

La liquidité et les possibilités de couverture se développent rapidement, les nouvelles opportunités sont très nombreuses et les gérants alternatifs se tournent logiquement vers ces stratégies. Ces gérants sont même souvent à l'origine du développement de ces produits, et par leur expérience, sont les mieux placés pour exploiter les opportunités qui en découlent. Ainsi, la plupart de nos gérants MBS/ABS ont réalisé d'excellentes performances lors de la récente débâcle du crédit « subprime » aux USA.

Au cours des derniers trimestres, nous avons progressivement pris en compte cette évolution du marché Fixed Income dans notre gestion.

La stratégie « L/S Crédit » appliquée par des gérants réactifs a été privilégiée dans nos portefeuilles car les spreads sont historiquement bas, et les dérivés de crédit permettent une très bonne couverture du risque d'écartement spécifique ou général des spreads. Ainsi, au cours du premier trimestre, les gérants Long/Short crédit ont performé à la fois sur leurs positions longues et sur leurs positions vendeuses.

Dans l'univers du crédit, les stratégies d'« Arbitrage crédit » ou « Arbitrage de structure du capital » ont également enregistré des performances consistantes et décorréées des actions. Ces gérants n'ont aucune exposition directionnelle directe et se positionnent en valeur relative.

Rappelons que les stratégies obligataires qui ont réussi dans un contexte de baisse des taux longs ne seront pas nécessairement celles à privilégier dans le contexte actuel. Le marché du Fixed Income s'est profondément renouvelé depuis quelques années et, grâce à leur expertise et leur réactivité, les gérants alternatifs sont idéalement positionnés pour en tirer profit. Les fonds HDF utilisant ces techniques sont HDF Global Bond, HDF Optimix, HDF Multi Alternatives et, dans une moindre mesure, HDF Arbitrage et HDF Global Arbitrage.

Nous sommes à votre disposition pour de plus amples informations et vous remercions de votre confiance.

Eric Debonnet - David Gilleron
Christophe Jaubert - Gilles du Fretay
HDF Finance - Rédaction achevée le 10 mai 2007

PERFORMANCES AU 27 AVRIL 2007 EN EURO

			1 AN	3 ANS	5 ANS	
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A	<i>Objectif</i>				
	HDF Global Alternatives	<i>Gain absolu</i>		5.74%	17.93%	32.49%
	Xiphias Investissement *	<i>Gain absolu</i>		6.36%	21.25%	(1)
	HDF Capital Appreciation Part A	<i>Gain absolu</i>		7.86%	41.62%	62.99%
		<i>Gain absolu</i>		7.08%	27.84%	43.27%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Part A	<i>Gain absolu</i>	6.50%	12.75%	23.53%	
	HDF Global Arbitrage	<i>Gain absolu</i>	7.36%	17.22%	31.11%	
	<i>Indice EONIA</i>		3.32%	7.88%	13.77%	
TRADING	HDF Trading Part A	<i>Gain absolu</i>	1.01%	16.48%	(1)	
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A	<i>Gain absolu</i>	4.46%	13.38%	33.11%	
	<i>Indice JP Morgan GBI Broad</i>		3.65%	10.20%	23.94%	
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A	<i>Gain absolu</i>	5.97%	29.63%	44.69%	
	HDF Global Long/Short	<i>Gain absolu</i>		5.80%	33.82%	60.04%
	HDF Europe Long/Short	<i>Gain absolu</i>	7.44%	39.99%	61.15%	
ACTIONS	HDF Global Equity Part A	<i>Gain relatif</i>		5.73%	50.82%	60.41%
	<i>Indice MSCI World</i>		8.30%	41.47%	17.38%	
	HDF Europe Equity Part A	<i>Gain relatif</i>	12.37%	65.62%	66.56%	
	<i>Indice MSCI Europe</i>		16.91%	71.25%	47.22%	
	HDF Emerging Markets Equity Part A	<i>Gain relatif</i>	10.09%	87.04%	114.47%	
	<i>Indice MSCI Emerging Mkt Free **</i>		6.94%	94.10%	79.28%	

* 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.