



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 65 - Octobre 2007

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Face à la crise financière

La crise financière n'est pas terminée. Car on peut raisonnablement penser que le secteur du logement aux Etats-Unis n'a pas fini sa phase de contraction. Donc son ombre portée sur l'économie et la finance mondiales via de multiples canaux de transmission va demeurer quelque temps encore.

1) Retour sur la nature de la crise

Le paradoxe de cette crise est qu'elle a la nature d'une crise de liquidités, alors que depuis plusieurs années le monde regorge de liquidités. Cherchez l'erreur ! Elle se trouve dans la distinction entre la liquidité (ou plutôt la possible illiquidité) de certains établissements financiers, et la liquidité foisonnante dans le monde. L'absence de transparence et la difficile « traçabilité » des risques continuent à miner la confiance sur le marché monétaire interbancaire. C'est pourquoi les banques centrales, depuis le 9 août, ont fourni en masse des liquidités pour éviter des défaillances bancaires aux conséquences imprévisibles. Dans certains cas, elles ont même secouru des établissements en grande difficulté (exemple de la Northern Rock). L'excès de liquidités dans le monde est tout à fait compatible avec le manque de liquidités de certaines banques, car ces deux étages de la liquidité ne sont pas interchangeables.

Il faut voir aussi dans cette crise une « normalisation » de l'appréciation du risque. Après trois-quatre années pendant lesquelles les investisseurs ont sous-estimé les risques même à l'égard d'emprunteurs fragiles, nous sommes en train de vivre le retour à la normale. La remontée des *spreads* paraît un phénomène durable.

On l'aura compris, la crise financière actuelle est très classique dans son origine, puisqu'il n'y a rien de plus classique que les financements hypothécaires. Mais la nouveauté tient au fait qu'apparaissent très vite, en deuxième rideau, des mécanismes (cas de la titrisation) et des produits financiers (exemple des dérivés de crédit) qui rendent d'éminents services à la sphère financière mais qui compliquent vraiment l'identification et la « traçabilité » des risques.

2) Les banques centrales, pompiers ou pyromanes ?

Face à une crise comme celle des « subprimes », que doivent faire les banques centrales ? Un débat s'est installé, avec une opposition nette entre deux thèses. D'un côté, certains voudraient que les banques centrales laissent les marchés corriger leurs excès et les spéculateurs assumer les conséquences de leur impéritie, et évitent surtout d'alimenter de nouvelles bulles. De l'autre côté, on justifie l'action rapide et massive des banques centrales, intervenant comme « prêteurs en dernier ressort », pour contenir les risques systémiques et ramener la confiance.

Je me rattache à ce dernier courant. Les grandes banques centrales ont eu raison de fournir des liquidités aux banques en difficulté sur le marché interbancaire. Parce que ces injections de liquidités ont pris la forme de prêts à court terme, elles ne constituent pas un apport *net* d'argent frais dans le contexte mondial de liquidités abondantes. Les mêmes banques centrales ont les moyens techniques de « reprendre » tout ou partie de ces liquidités une fois la sérénité revenue sur les marchés financiers.

Dans cette crise financière, la Fed a fait preuve d'un grand pragmatisme et d'une forte réactivité. La BCE a, heureusement, passé son tour le 6 septembre et maintenu son taux directeur à 4 % tout en parlant de pause plutôt que de changement de stratégie. Autrement dit, la BCE n'a pas abandonné l'idée de resserrer sa politique d'ici la fin de l'année, face à un risque d'inflation qu'elle est presque seule à entrevoir.

Désormais, l'inflation et la déflation touchent avant tout les marchés d'actifs (l'immobilier, les actions, les obligations, les marchés financiers émergents...). Les banques centrales en sont pleinement conscientes. Seulement il est difficile pour elles d'en tirer toutes les conséquences, car elles contrôlent fort mal la dynamique des prix d'actifs. D'où un écart croissant entre le discours de nos banquiers centraux, centrés sur l'inflation au sens habituel, et une réalité faite d'effets de richesse positifs (lorsque les marchés d'actifs montent) ou négatifs (s'ils baissent).

3) Conséquences de la crise pour la croissance

Le ralentissement américain avait commencé avant la crise financière, mais il risque d'être accentué par elle. Les ménages américains devraient, à cause des pertes sur l'immobilier, moins consommer et recommencer à épargner (après de nombreux trimestres d'épargne négative). Au vu des informations disponibles, la croissance américaine serait d'environ 2 % en moyenne cette année, un peu plus en 2008. Donc, a priori, pas de vraie récession à l'horizon.

La croissance mondiale peut-elle rester autour de 5 % malgré le ralentissement américain ? Tant que les grands pays émergents continuent d'afficher des croissances impressionnantes, l'impact de la décélération américaine sur la croissance mondiale devrait rester modéré.

En outre, l'intervention rapide des banques centrales va limiter l'ampleur des conséquences de la crise sur l'économie réelle.

La crise financière va quand même peser un peu sur l'activité économique, pendant quelques mois, via trois canaux au moins : 1) la « normalisation » des primes de risque déjà évoquée, et la remontée des taux longs pour toute une série d'emprunteurs privés ; 2) la fragilité du dollar, bien antérieure à la crise financière mais accentuée par elle, vu la dimension fortement américaine (au départ) de cette crise. Cette fragilité signifie un potentiel de hausse supplémentaire pour l'euro, synonyme de perte de compétitivité et de vrai souci pour les exportateurs européens (et même, vu le niveau actuel de l'euro, pour les entreprises allemandes !) ; 3) la sélectivité accrue des banques. Sans parler de *credit crunch*, forme extrême de rationnement du crédit qui n'est pas d'actualité, il faut s'attendre à un ralentissement du crédit.

4) Quelles leçons pour la régulation financière ?

On sait prévoir et disserter sur les crises... du passé. Une fois de plus, nous avons fait l'expérience de la difficulté d'anticiper les crises de l'avenir, qu'il s'agisse de l'élément déclencheur, du calendrier ou de la nature même de la crise.

Pour ramener progressivement la confiance sur le marché interbancaire, mais aussi au delà, les réponses sont bien identifiées : bonne gouvernance monétaire, meilleure régulation financière. Cette régulation ne passe pas nécessairement par des lois ou règlements supplémentaires. Elle s'exprime aussi au moyen de codes de conduite négociés entre les autorités et les professionnels, de mécanismes d'auto-régulation venant « d'en bas » (le marché).

Force est de reconnaître le défaut de perspicacité des agences de notation qui n'ont vu venir la crise des « subprimes » que très tardivement. Pour renforcer leur transparence et leur efficacité, pour réduire d'éventuels conflits d'intérêts auxquels les agences pourraient être exposées, il faut renforcer le code de conduite qu'elles doivent respecter, fruit d'une large concertation internationale.

Qui aurait pu deviner le danger des SICAV « monétaires dynamiques », présentées comme très attractives par les réseaux prescripteurs en oubliant de préciser les risques potentiels ? Cet exemple illustre le besoin d'une meilleure information des épargnants sur les risques encourus par eux.

On l'aura compris, les réponses à la crise financière doivent venir à la fois d'une concertation internationale élargie (exemple des agences de notation), de réponses européennes (exemple : la meilleure information sur les SICAV et fonds communs de placement), mais aussi d'initiatives des régulateurs financiers nationaux.

L'Europe, en tant que telle, a été jusqu'à présent trop absente de la crise financière. La France a eu raison de le dire par la voie de son Président. Elle sera elle-même d'autant plus crédible, sur la question des réponses à la crise comme sur d'autres aspects (gouvernance économique de la zone euro,...), qu'elle avancera résolument sur ses propres réformes et qu'elle parviendra à financer celles-ci de façon irréprochable aux yeux de nos partenaires européens.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 27 septembre 2007

De la « macro » à la « micro » liquidité

Au cours des dernières années, les économies émergentes dont la Chine, l'Inde, la Russie, Taïwan et les pays exportateurs de pétrole ont accumulé des réserves considérables. Dans le même temps, l'épargne des économies vieillissantes, l'Europe et le Japon, a nettement progressé. De leur côté, les entreprises et les investisseurs finaux ont réduit leurs dettes et amassé une trésorerie abondante. Il existe donc au niveau global pléthore de liquidités : la « MACRO » liquidité est abondante. Cet excès de « macro » liquidité est à l'origine de l'appréciation en valeur de toutes les classes d'actifs (immobilier, actions, produits de crédit, marché de l'art...). L'effet de richesse induit a contribué au développement d'un appétit de plus en plus grand au risque et à l'utilisation massive de l'effet de levier.

Dans ce monde de riches prêteurs à la recherche de rendements élevés, les besoins de financement des emprunteurs furent pour la plupart satisfaits, et rares furent les emprunteurs encore prêts à offrir une bonne rémunération. Restaient les consommateurs américains, par le biais du crédit hypothécaire et du crédit à la consommation.

A ce type d'emprunteur correspondent partiellement des dettes potentiellement risquées et non liquides. Leurs caractéristiques répondent à priori mal aux besoins des investisseurs finaux traditionnels (fonds de pension, compagnies d'assurances, SICAV monétaires...), friands d'actifs plus « sûrs ». Les besoins de placement des fournisseurs de « macro » liquidité correspondent donc mal à ceux des agents demandeurs de « micro » liquidité.

La créativité financière des banques d'investissement, et la complicité des agences de notation ont généré un palliatif à ces problèmes. C'est l'avènement des produits structurés de titrisation qui permettent, à partir d'un pool d'actifs risqués et illiquides, d'offrir toute la gamme des ratings et des rendements par le biais des tranches de titrisations. Les CDO (Collateralized Debt Obligations) et autres CLO (Loans) sont émis pour des montants de plus en plus importants car les investisseurs sont rassurés par des agences de notations coopératives, ainsi qu'un (court) historique de faible volatilité, et une bonne liquidité apparente.

Vers un nouvel équilibre ?

La crise financière des derniers mois a mis en avant l'une des principales faiblesses de ces produits : leur liquidité. En effet, un bon rating n'est pas un gage d'existence d'un marché secondaire étoffé et profond. La liquidité d'une tranche AAA de titrisation n'a jamais été équivalente à celle d'une obligation du Trésor américain sur lesquelles des dizaines de market makers affichent 24h sur 24 des prix extrêmement serrés. Le rating ne mesure que le risque de crédit et les agences de notation viennent seulement d'annoncer qu'elles réfléchissaient à une mesure des risques de liquidité et de « valeur de marché ». Certains investisseurs à long terme, qui ne sont pas tenus de valoriser fréquemment leurs actifs, pouvaient négliger cet aspect. D'autres ont appris à leurs dépens qu'un AAA pouvait ne pas être un actif sans risque...

Nous ne reviendrons pas sur la dégradation du marché du « subprime » américain, et sur les mécanismes de contagion qui causèrent une dislocation sans précédent de l'ensemble du marché du crédit aux entreprises et du financement interbancaire.

Mais aujourd'hui il faut déterminer un nouvel équilibre et ceci nécessite de bien identifier les vecteurs d'offre et de demande, afin d'établir un nouveau prix pour ces actifs.

Un certain nombre de questions restent en suspens :

- Quels sont les détenteurs potentiellement contraints de vendre, et quels sont les montants détenus par les investisseurs à levier (banques, hedge funds et véhicules à actifs longs financés par des passifs courts) ?

- Quels sont les engagements des banques (lignes de crédit tirées ou accordées) sur ces investisseurs à levier et ont-elles les moyens de conserver ces actifs sur leurs bilans ?

- Quel serait l'effet d'une dégradation des notations de ces actifs sur les investisseurs ?

- A quel niveau de prix les investisseurs finaux vont-ils trouver de la valeur dans ces actifs et déployer de l'argent frais ?

Il faudra probablement de longues semaines pour répondre à ces questions, et pour que se rencontrent les pourvoyeurs de (macro) liquidité et les emprunteurs (en micro liquidité).

Face à de telles incertitudes, bon nombre d'intervenants restent déconcertés et la conséquence fut un blocage complet du marché monétaire interbancaire, et une quasi-paralysie du marché du crédit en général. Ceci dit les banques centrales et les régulateurs se préoccupent activement de remettre le marché en état de fonctionnement, au travers de différents outils de politique monétaire, dont la baisse des taux directeurs et d'escompte de la Fed du 18 septembre.

L'industrie de la gestion

Dans ce contexte l'industrie de la gestion collective en général a vécu un été difficile, mais les marchés offrent de nombreuses opportunités aux investisseurs souples et réactifs dont font partie les gérants alternatifs.

Toutefois, les distorsions actuelles auront des conséquences de long terme sur l'industrie de la gestion et notamment la nécessité pour les fonds de sécuriser leur financement, afin de ne pas être contraints de vendre au pire moment quand les « prime brokers » ne leur prêtent plus. Les équipes d'analyse et de gestion d'HDF ont identifié ce problème de longue date. Ainsi, le travail de sélection des gérants demandera plus que jamais de connaître les rapports de force entre les prêteurs et les emprunteurs, les mécanismes de financement (prêt-emprunt de titres, total return swap, term financing...) et leurs conditions (maturité, margining, haircuts).

Il apparaît également que la crise a révélé un problème souvent décrié par HDF (cf. [Flash Infos de juillet 2007](#)) : l'inadéquation de la liquidité offerte par certains véhicules avec les produits dans lesquels ils investissent. Le problème est clairement apparu cet été pour un certain nombre de SICAVs et fonds monétaires de grands établissements qui ont enregistré des pertes notables ou ont bloqué les remboursements en raison du « mismatch » de liquidité entre les titres détenus et les conditions de sortie offertes à leurs investisseurs. Là aussi la sélection requiert une très bonne connaissance des produits, mais aussi des mécanismes d'offre et demande (émissions, market makers, volumes négociés, bid/offer spreads...) ainsi que des méthodes de valorisation (cotation/prix de marché ou modèles, pricing interne ou externe...).

La crise actuelle est probablement salutaire pour ramener certains opérateurs à plus de lucidité. Un ralentissement économique modéré, conséquence de la crise, freinerait la reprise inflationniste due à la forte croissance mondiale, et faciliterait une baisse des taux courts et une remontée plus modérée des taux longs. Au-delà des mouvements erratiques et brutaux de court terme qui devraient se poursuivre, il existe de bonnes opportunités d'investissement dont les équipes d'HDF s'efforceront de profiter.

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 19 septembre 2007

PERFORMANCES AU 28 SEPTEMBRE 2007 EN EURO

			1 AN	3 ANS	5 ANS
		<i>Objectif</i>			
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A EUR	Gain absolu	8.01%	21.04%	32.09%
	HDF Global Alternatives Part A EUR	Gain absolu	8.80%	22.67%	(1)
	Xiphias Investissement *	Gain absolu	13.90%	43.55%	67.90%
	HDF Capital Appreciation Part A	Gain absolu	9.61%	30.33%	50.09%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Part A	Gain absolu	6.33%	14.46%	23.69%
	HDF Global Arbitrage	Gain absolu	8.33%	19.82%	31.96%
	Indice EONIA		3.74%	8.73%	13.99%
TRADING	HDF Trading Part A	Gain absolu	6.41%	21.02%	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A	Gain absolu	5.04%	14.04%	33.29%
	Indice JP Morgan GBI Broad (a)		2.36%	8.95%	18.56%
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	Gain absolu	11.51%	33.57%	48.61%
	HDF Global Long/Short	Gain absolu	12.13%	36.96%	61.42%
	HDF Europe Long/Short	Gain absolu	12.62%	38.95%	59.64%
ACTIONS	HDF Global Equity Part A EUR	Gain relatif	12.83%	55.46%	88.86%
	Indice MSCI World (a)		7.86%	42.78%	62.58%
	HDF Europe Equity	Gain relatif	14.31%	62.26%	95.54%
	Indice MSCI Europe (a)		13.58%	68.59%	106.23%
	HDF Emerging Markets Equity Part A	Gain relatif	34.25%	120.02%	216.51%
	Indice MSCI Emerging Mkt Free (b)		37.92%	125.32%	205.35%

* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle. (a) Dividendes réinvestis. (b) 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.