



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 66 - Février 2008

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Laisser passer l'orage

La crise financière, ouverte depuis août dernier, est loin d'être terminée. Les prix des logements aux Etats-Unis vont continuer à reculer en 2008 (de 5 % ? de 10 % ?), et les sinistres sur les crédits « subprimes » vont alimenter de nouvelles pertes pour un certain nombre d'établissements financiers. Faute de place, je n'évoquerai pas les leçons essentielles de cette crise non achevée pour la régulation financière (y compris tout ce qui touche à la transparence de l'information). L'accent est mis ici sur les perspectives de la croissance, de l'inflation et des marchés financiers pour 2008.

1) Les perspectives de croissance et d'inflation

L'économie américaine : récession ou pas ?

Les derniers indicateurs disponibles confirment l'ampleur du ralentissement américain dû à la crise immobilière et aux « subprimes ». Le PIB en volume n'a progressé au 4ème trimestre de 2007 que de 0,6 % en rythme annuel (chiffre provisoire). Plusieurs indicateurs font penser qu'une récession (au sens technique, deux trimestres consécutifs de recul du PIB) ne peut être exclue sur le premier semestre de 2008.

Malgré l'accumulation des nuages, les Etats-Unis peuvent cependant échapper encore à la récession sous trois conditions :

- la Fed reste très réactive, en réduisant son taux directeur de 3 % (niveau actuel) à 2 voire 1,5 %.
- le dollar reprend sa dégringolade, juste interrompue par des mouvements de court terme. Car une chute supplémentaire du billet vert serait encore profitable aux Etats-Unis (l'effet positif sur la compétitivité américaine l'emportant sur les tensions inflationnistes importées), alors qu'elle représenterait un vrai défi pour les Européens.
- le programme de réduction des impôts, résultant d'un accord entre l'administration Bush et le Congrès, est rapidement mis en œuvre, et il stimule sans délai la consommation privée.

J'ai moins d'inquiétude sur la permanence d'une Fed très réactive que sur l'efficacité rapide et significative de la baisse des impôts. Quoi qu'il en soit, au regard de la croissance mondiale, le débat n'est pas entre ralentissement ou récession aux Etats-Unis, mais entre ralentissement ou récession modérée (comme celle de 2001) d'un côté, franche récession de l'autre. A cause des arguments évoqués plus haut, je continue à privilégier le premier scénario (ralentissement marqué ou récession modérée). Il en découle des conséquences directes pour les prévisions de croissance dans les pays émergents.

La résilience des grands pays émergents

Après 11,5 % de croissance, l'année dernière, la Chine devrait progresser à un rythme proche de 10 % en 2008. Si c'est le cas, est-ce une catastrophe ? Certainement pas, car il y aurait là l'amorce d'une transition vers une croissance chinoise plus soutenable à long terme. Avec des composantes différentes, l'Inde et la Russie ont connu en 2007 une croissance légèrement supérieure à 8 %. Ces pays devraient reproduire pour l'essentiel cette performance en 2008. Autrement dit, tant que les Etats-Unis ne tombent pas dans une franche récession (et c'est mon hypothèse...), le dynamisme persistant des pays émergents permet de « digérer » en grande partie le ralentissement voire la mini-récession américaine.

Et l'Europe dans tout cela ?

L'Europe ne peut prétendre se découpler de la conjoncture américaine, et en même temps profiter de la résilience des pays émergents. La zone euro aura connu en 2007 une croissance somme toute honorable (2,6 %, après 2,8 % en 2006). Ce chiffre moyen camoufle une assez grande disparité des performances individuelles. La croissance de la zone euro va se situer en 2008 entre 1,6 % et 2 % (la prévision du FMI, un peu pessimiste, est à 1,6 %), à cause du ralentissement mondial mais aussi du moindre dynamisme de l'Allemagne. Même si l'excédent extérieur de nos voisins demeure impressionnant, les industriels allemands commencent à souffrir sérieusement du niveau de l'euro.

L'inflation : un rebond plutôt qu'un retour

L'inflation dans la zone euro était de 3,2 % en rythme annuel en janvier 2008, c'est-à-dire au dessus du seuil de tolérance fixé par la BCE à 2 %. Les causes en sont bien connues, puisqu'il s'agit des prix de l'énergie et des prix alimentaires. A mon avis, le phénomène correspond à un rebond, et non à un retour de l'inflation. Car les prix du pétrole et les prix alimentaires vont rester élevés, mais ils ne vont pas dérapager en 2008 comme ils l'ont fait en 2007. Donc pas d'impulsion inflationniste nouvelle de ce côté-là. En outre, il n'y a pas de dérapage des salaires, même s'il faut suivre avec la plus grande attention les négociations salariales en Allemagne. Conclusion : la BCE aurait intérêt à ne pas surestimer le risque d'inflation dans la zone euro, pas plus d'ailleurs que la Fed pour les Etats-Unis.

2) Les perspectives des marchés financiers

Politique monétaire et taux courts

La Fed n'a pas fini d'abaisser son taux directeur. La BCE quant à elle va probablement jouer le statu quo (taux directeur à 4 %) pendant la première moitié de 2008. Si décriée de ce taux il y a, elle interviendra plutôt au cours du second semestre, lorsque le taux d'inflation dans la zone euro sera revenu vers le seuil de tolérance de 2 %.

Par delà la politique de taux, il faut reconnaître que la BCE a, globalement parlant, bien géré les conséquences de la crise des « subprimes » en fournissant aux banques en difficulté les liquidités requises.

Le dollar : toujours fragile

La dynamique des taux courts des deux côtés de l'Atlantique est susceptible d'alimenter un nouveau recul du dollar, sur fond de déficit extérieur américain certes en recul en 2007 (par rapport à 2006) mais toujours conséquent.

L'euro risque, dans les mois qui viennent, d'atteindre et de dépasser le seuil de 1,50 dollar. La question pendante pour les Européens en 2008 comme en 2007 n'est pas seulement la montée de l'euro vis-à-vis du dollar, dont les inconvénients l'emportent aujourd'hui sur les avantages (dont la réduction de la facture pétrolière). Elle est aussi celle du partage du fardeau : nous sommes en fait dans le contexte d'une guerre monétaire qui ne dit pas son nom, où beaucoup de pays veulent suivre le dollar à la baisse (la Chine, le Japon...) et dans laquelle l'euro est pratiquement la seule devise à monter.

L'allocation d'actifs en 2008

La crise des « subprimes » est aujourd'hui, comme depuis août dernier, une crise de la liquidité bancaire dans un monde qui regorge de liquidités.

Ces liquidités, un peu moins attirées par l'immobilier (logement) qui corrige sévèrement (cas des Etats-Unis) ou atterrit plus en douceur (exemple de la France), vont continuer de s'investir dans les fonds de matières premières, sur les marchés financiers émergents... Les marchés d'actions devraient terminer l'année 2008 mieux qu'ils ne l'ont commencée, pour plusieurs raisons : valeurs modérées des « price-earnings » (PER), maintien des profits des grandes entreprises et de la plupart des banques à des niveaux élevés, rythme toujours soutenu des fusions-acquisitions dans la plupart des secteurs...

La méthodologie de gestion va demeurer décisive. Dans des marchés financiers qui souffrent en ce moment mais qui devraient se redresser en cours d'année, les stratégies de la gestion alternative devraient, globalement, se révéler attractives et efficaces.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 12 février 2008

Après la crise de liquidité de l'été et une forte augmentation du risque de contrepartie depuis le mois de novembre 2007, les marchés financiers se sont ajustés afin d'intégrer la probabilité de plus en plus forte d'une récession de l'économie américaine, voire d'un impact étendu à d'autres régions du globe. Outre le fait que cette nouvelle du ralentissement aux Etats-Unis arrive à un mauvais moment pour les marchés financiers, nous pensons que d'autres mauvaises nouvelles sont à venir et ce, pour principalement trois raisons :

- La première concerne la situation du marché immobilier aux Etats-Unis. En continuant de se dégrader, la baisse à la fois des volumes et des prix de vente exerce une pression baissière sur l'ensemble des produits titrisés à partir de prêts immobiliers. Dans ces conditions, il nous semble que tant que le marché de l'immobilier ne retrouve pas une certaine stabilité, il y a de fortes chances que l'environnement se détériore pour l'ensemble du secteur financier américain avec ses conséquences sur la consommation.
- La seconde raison provient du fait que les banques et les institutions financières continuent d'annoncer des pertes et/ou des provisions sur leurs portefeuilles de crédit. La faible transparence sur les méthodes de valorisation et sur la taille des positions prises pour compte propre rend l'analyse de leur situation délicate. Enfin, les sociétés de rehaussement de crédit sont dans un état critique et aucune solution globale ne semble se dégager à court terme. Le risque d'une contraction du crédit à destination de l'ensemble de l'économie reste très important.
- Enfin, la troisième raison concerne la situation de l'emploi aux Etats-Unis. Alors que l'économie américaine avait créé des emplois chaque mois depuis 2003, elle en a pour la première fois détruit en janvier 2008 (-17 000). Après avoir dans un premier temps bien résisté à la conjoncture, la direction est clairement à l'augmentation du chômage aux Etats-Unis.

Cependant, des éléments rassurants peuvent permettre d'espérer une sortie de crise à moyen terme : on peut citer tout d'abord la forte réactivité des autorités américaines. En effet, que ce soit avec la politique monétaire (baisse des taux directeurs de 125pb en une semaine), ou avec la politique fiscale (plan de relance de plus de 1% du PIB), les autorités déploient des moyens importants afin d'éviter une dépression trop sévère de l'économie américaine, quitte à prendre le risque de voir s'accroître des pressions inflationnistes ultérieurement. Les marchés anticipent des taux FED fund à 2,25% à la fin de l'année, ce qui, compte tenu de l'inflation anticipée, amènerait les taux réels proches de 0.

D'autre part, si l'on en croit les dernières prévisions du FMI, la croissance mondiale pourrait rester au dessus de 4%, tirée par les grands pays en

voie de développement. On peut se demander à quel point le potentiel de croissance de ces pays ainsi que les moyens dont ils disposent pour mener des politiques contra-cycliques de grande ampleur sont de nature à compenser le fort ralentissement dans les pays développés. Sur les marchés d'actions, les valorisations sont raisonnables et intègrent déjà d'importantes révisions des profits à la baisse et les taux de distribution de dividende sont très élevés (par exemple, 4% au UK, 2,5% pour le MSCI monde). Les entreprises sont globalement en bonne santé, n'ayant dans l'ensemble pas répété les excès de levier du cycle 2000/2002. Elles ont des bilans sains et disposent de moyens importants pour envisager des opérations de rapprochement stratégique.

En conclusion, dans un environnement où les prévisions macro-économiques sont difficiles, la multi gestion alternative nous paraît particulièrement recommandée par rapport aux classes d'actif traditionnelles actions ou obligations. Comme durant les précédentes crises, nous avons montré notre capacité à diminuer rapidement les expositions nettes de nos fonds de fonds à la direction des marchés actions et des marchés de crédit.




Ainsi, dans cette période de turbulence qui a débuté en juillet 2007, les stratégies de gestion alternative ont tenu leurs promesses. Du 29 juin 2007 au 1^{er} février 2008, dans un environnement de forte baisse des marchés avec une volatilité élevée, nos fonds de fonds multi-stratégies alternatives affichent des performances proches de 0% (HDF Multi Alternatives à -0,4%, HDF Global Arbitrage à +1,2% et HDF Trading à +3,8%). Nos fonds long/short actions sont eux en baisse de -2% à -4%, suivant les fonds, contre -15% pour le MSCI Monde.

Ces derniers mois ont été difficiles parce que la course à la liquidité a généré des ventes sans discernement, non dictées par la valeur intrinsèque des titres ou des actifs. Une fois que les marchés auront retrouvé une certaine rationalité, nous sommes convaincus que la multi gestion alternative fournira à nouveau des rendements positifs, que les marchés soient alors orientés à la hausse ou à la baisse (comme cela a par exemple été le cas entre 2000 et 2003).

Le tableau ci-dessous démontre la capacité de la multi gestion alternative à protéger le capital dans les phases de baisses de marché tout en produisant de très solides performances sur le long terme.

Eric Debonnet - David Gilleron
Christophe Jaubert - Gilles du Fretay
HDF Finance - Rédaction achevée le 12 février 2008

PERFORMANCES AU 1 FÉVRIER 2008 EN EURO

			depuis le 29-juin-07	5 ANS	10 ANS	
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A EUR	<i>Objectif</i>				
	HDF Global Alternatives Part A EUR	<i>Gain absolu</i>		-0,37%	31,02%	76,04%
	HDF Xiphias Investissement *	<i>Gain absolu</i>		0,44%	36,21%	(1)
	HDF Capital Appreciation Part A	<i>Gain absolu</i>		-3,27%	64,18%	163,56%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Low Vol Part A	<i>Gain absolu</i>		0,26%	22,03%	51,21%
	HDF Global Arbitrage	<i>Gain absolu</i>		1,19%	30,42%	(1)
	<i>Indice EONIA</i>			2,43%	14,42%	37,14%
TRADING	HDF Trading Part A *	<i>Gain absolu</i>		3,83%	(1)	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A *	<i>Gain absolu</i>		1,71%	30,66%	(1)
	HDF Optimix 2x *	<i>Gain absolu</i>		0,35%	41,87%	(1)
	<i>Indice JP Morgan GBI Broad</i>			7,21%	20,55%	-
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	<i>Gain absolu</i>		-2,60%	46,96%	102,82%
	HDF Global Long/Short *	<i>Gain absolu</i>		-3,89%	58,44%	(1)
	HDF Europe Long/Short *	<i>Gain absolu</i>		-3,88%	57,64%	(1)
ACTIONS	HDF Global Equity Part A EUR	<i>Gain relatif</i>		-13,19%	72,79%	73,19%
	<i>Indice MSCI World (a)</i>			-14,73%	53,19%	29,64%
	HDF Europe Equity Part A	<i>Gain relatif</i>		-14,39%	84,28%	107,33%
	<i>Indice MSCI Europe (a)</i>			-15,75%	93,77%	57,82%
	HDF Emerging Markets Equity Part A EUR	<i>Gain relatif</i>		-3,96%	185,54%	158,93%
	<i>Indice MSCI Emerging Mkt Free (b)</i>			-3,70%	179,28%	113,18%

* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

(a) Dividendes réinvestis.

(b) Dividendes non réinvestis.

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