



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 67 - Mai 2008

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

La crise financière inachevée exerce déjà des effets négatifs sur la croissance économique. Elle renforce la fragilité du dollar, s'accompagne, dans un phénomène de bascule désormais bien identifié, d'une intense spéculation sur les matières premières énergétiques et agricoles. D'où des tensions inflationnistes d'autant plus ressenties qu'elles touchent des composantes spécialement sensibles de la consommation, et la prégnance du débat sur le pouvoir d'achat dans nombre de pays, développés ou en développement. La résilience des marchés financiers est, dans ce contexte, assez impressionnante. Elle ouvre des opportunités intéressantes à des investisseurs désormais plus prudents.

1) Au beau milieu de la crise financière

La crise financière internationale est loin d'être terminée, pour au moins deux raisons. D'abord, les prix des logements aux Etats-Unis vont continuer à baisser en 2008, alimentant de nouvelles défaillances sur les subprimes et de nouvelles dépréciations d'actifs pour nombre de banques. Ensuite, justement, ces banques n'ont pas fini de faire apparaître leurs moins-values sur les subprimes et les instruments de titrisation qui leur sont liés. Le G7 d'avril 2008 leur a donné 100 jours pour aboutir à la transparence requise. L'exigence a eu quelque effet puisque, depuis, UBS, RBS et quelques autres grandes banques ont annoncé des dépréciations d'actifs (et parfois des pertes nettes) au-delà de ce qui était anticipé.

La crise financière a rétabli la hiérarchie du risque et les primes associées. Elle rend les banques plus prudentes et plus sélectives. La menace d'un « credit crunch » pèse plus sur les Etats-Unis que sur l'Europe. Néanmoins, un certain nombre de PME et de particuliers en Europe vont avoir des difficultés à se financer auprès des banques.

Combien, au total, va coûter la crise des subprimes ? L'estimation récemment donnée par le FMI (945 milliards de dollars) me paraît ridiculement précise, et elle a aussi l'inconvénient d'additionner des coûts de nature différente. Attendons donc la fin de cette crise pour tenter une estimation. Qui, au final, paiera l'ardoise ? On imagine qu'elle sera partagée entre les banques, leurs actionnaires, leurs clients mais aussi les contribuables du fait de l'intervention des Etats.

Car les pouvoirs publics, heureusement, continuent à se mobiliser pour contenir les risques systémiques. Les banques centrales, très présentes depuis août dernier, s'efforcent de rétablir la confiance entre les banques. Alors que la Fed a été très réactive sur ses taux directeurs, on a le sentiment que la BCE a été d'autant plus généreuse du côté des liquidités fournies aux banques qu'elle ne souhaite pas abaisser son taux directeur (égal à 4%) vu les tensions inflationnistes actuelles.

Mais le traitement de la crise dépasse la seule compétence des banques centrales, car les banques sont désormais nombreuses à rechercher des fonds propres supplémentaires, et pas seulement des liquidités. En rachetant des crédits immobiliers risqués portés par les banques contre des obligations d'Etat, la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique mettent en œuvre une thérapie de choc qui évoque la gestion de la crise des caisses d'épargne américaines ou des banques japonaises dans les années 1990.

2) Un risque de stagflation ?

Depuis la dernière lettre HDF, l'inflation s'est accélérée et le ralentissement confirmé. Où va-t-on ?

Crise financière et ralentissement économique : des défis à relever, des opportunités à saisir

La crise financière pèse forcément sur la croissance mondiale, comme la flambée des prix du pétrole et des prix alimentaires. Récession ou pas aux Etats-Unis ? A mes yeux, le vrai clivage est ailleurs : entre le scénario d'un fort ralentissement ou d'une récession modérée, et le scénario d'une franche et durable récession. Je continue à privilégier le premier scénario, car les Etats-Unis peuvent échapper à une grave récession grâce à trois leviers : la baisse drastique des taux de la Fed, la faiblesse du dollar, la réduction des impôts sur les entreprises et les ménages.

Dans le contexte du premier scénario, la croissance ralentit, mais modérément, dans les grands pays émergents (la Chine entre 9 et 10% en 2008, contre 11,5% en 2007). Et la croissance mondiale devrait se situer vers 3,8 - 4 % en 2008, perdant un peu plus d'un point par rapport à 2007.

Loin de la thèse du « découplage », l'Europe suit le cycle mondial. De révision en révision, la croissance allemande serait de 1,7% en 2008, mais seulement de 1,2% en 2009 selon Michaël Glos, le Ministre allemand de l'économie. Les pays européens les plus dynamiques connaissent également une décélération sensible. Ainsi, la Grande-Bretagne serait cette année à 1,6% en moyenne, l'Espagne à 2,3% (contre 3,7% en 2007).

L'accélération de l'inflation sur fond de ralentissement évoque la « stagflation ». Mais, heureusement, nous ne sommes pas dans les années 1970. Les tensions actuelles sur les prix, dues au pétrole et aux produits alimentaires, correspondent, à mon avis, à un rebond plus qu'à un retour de l'inflation. Car les effets de second tour par lesquels prix et salaires s'entraînent les uns les autres vers le haut demeurent modérés. Même la hausse importante des salaires en Allemagne doit s'interpréter comme un phénomène de rattrapage, après des années de modération salariale, plutôt que comme un véritable effet de deuxième tour.

Dans ce contexte, avec un début de stabilisation des prix énergétiques et alimentaires à des niveaux élevés, l'inflation pourrait retomber un peu dans la seconde moitié de 2008, passant dans la zone euro de 3,5% sur un an en mars 2008 à 2-2,5% à fin 2008. De quoi rassurer un peu la BCE...

3) Quelle allocation d'actifs ?

Par delà de légers répit de court terme, le dollar va rester faible. Tout concourt dans cette direction, le déficit extérieur des Etats-Unis, la conjoncture américaine et la dynamique des taux courts. La Fed n'a peut-être pas fini d'abaisser son taux directeur, face à une BCE qui va privilégier le statu quo tant que l'inflation dépasse autant son seuil de tolérance (fixé par la BCE elle-même à 2% par an). Si le taux de change devait se réinstaller durablement au dessus de 1,60 dollar pour 1 euro, il faudrait alors envisager une intervention concertée des grandes banques centrales sur le marché des changes (achats de dollars et ventes d'autres devises dont l'euro), en espérant un soutien de la part des Américains car une chute excessive du billet vert pourrait devenir problématique aussi pour eux. Sans oublier les efforts à effectuer par la Chine et la Japon dans le sens d'une réévaluation de leurs devises.

Les liquidités dans le monde vont rester abondantes. L'immobilier résidentiel représente un placement désormais moins attractif aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Espagne... En France, il résiste globalement, mais le scénario d'atterrissage en douceur se confirme. Par ailleurs, les matières premières énergétiques, agricoles... font désormais figure d'actifs hautement spéculatifs, tout comme certains marchés financiers émergents. Si l'on ajoute le fait que les valorisations boursières mesurées par les PER sont plus que raisonnables à New York, sur la plupart des places européennes, ..., on comprend pourquoi, les marchés d'actions, après avoir plutôt bien résisté au choc de la crise financière, devraient représenter un placement attractif.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 29 avril 2008

LE POINT DE VUE DU GÉRANT

1) Un second cycle baissier ?

Notre scénario pour les mois et trimestres à venir repose sur l'entrée dans une nouvelle phase du cycle baissier des marchés.

Les mesures exceptionnelles prises par les banques centrales depuis l'été dernier ont atteint leur paroxysme avec le sauvetage spectaculaire de Bear Stearns par la Réserve Fédérale américaine. Cet événement a probablement marqué la fin du premier cycle de baisse des marchés, comme semble le montrer le rebond des actifs « risqués » depuis mi-mars.

Il est clair que les gouvernements occidentaux feront tout ce qui est en leur pouvoir pour protéger les banques, et toutes les institutions financières bénéficieront dorénavant de conditions exceptionnelles d'accès à la liquidité des banques centrales. Cependant, les banques conservent ces liquidités afin de restaurer leurs bilans, et ne les transfèrent que partiellement vers les acteurs économiques. Les emprunteurs auprès des banques, qu'ils soient des particuliers ou des entreprises commencent à en ressentir les effets.

Le premier cycle de baisse fut en grande partie rythmé par l'annonce de provisions par les banques. Le prochain cycle sera marqué par des conditions de crédit plus dures, l'annonce de résultats d'entreprises inférieurs aux attentes, et probablement par l'annonce de nouvelles pertes du secteur bancaire, cette fois sur les prêts commerciaux.

Ce scénario est malheureusement confirmé par les statistiques économiques. Aux USA, la baisse du marché immobilier se poursuit, et le marché de l'emploi est en contraction depuis plusieurs mois consécutifs. La reprise de l'inflation, liée à la hausse sans précédent de l'ensemble des matières premières, affecte quasiment tous les pays. La baisse du pouvoir d'achat est également globale et elle pourrait entraîner un ralentissement de la consommation mondiale. Nous estimons que le ralentissement va s'étendre à l'Europe et à certains pays émergents.

Il faut par ailleurs autant se soucier de la durée de la contraction économique que de son ampleur.

2) Comment se positionner dans ce contexte ?

Nous estimons que la crise financière et en particulier le ralentissement économique peuvent durer et que les portefeuilles doivent être adaptés à ce contexte d'incertitudes persistantes.

La prise de conscience du caractère profond et durable de la crise actuelle par les gérants de fonds est curieusement assez disparate selon les profils des intervenants.

Nous avons en effet constaté au cours des derniers trimestres un plus grand pessimisme de la part des acteurs dont l'approche de gestion est dictée par leurs vues macro économiques et ce quelle que soit la classe d'actifs sur laquelle ils investissent, anticipant les conséquences à venir en

2009. Les spécialistes des marchés du crédit sont également négatifs sur la conjoncture à venir.

En revanche, les gérants dont le style repose sur une analyse micro économique des entreprises ou des secteurs, sont en général assez positifs car les résultats des entreprises au premier trimestre 2008 ne sont pas encore véritablement affectés par la crise financière.

Cette contradiction nous laisse penser qu'une amélioration durable des marchés actions doit passer au préalable par une détente du marché du crédit.

Pour le moment nous avons décidé de privilégier la protection du capital et donc de réduire le biais « long » de l'exposition de nos fonds. En effet, compte tenu des incertitudes actuelles, il ne nous paraît pas opportun de prendre du risque de Beta dans les portefeuilles. Dans cette optique, nous avons réduit les gérants trop exposés à la direction des marchés actions, ce qui se traduit au total par une diminution de la position nette longue de nos fonds L/S Actions, progressivement ramenée à 15-25%.

En revanche, nous restons très largement exposés à la capacité de sélection de titres (Alpha) de nos gérants car nous sommes convaincus que la performance générée ainsi sera plus stable dans les mois qui viennent que celle provenant du moteur Beta.

En effet, beaucoup de nos gérants nous rapportent que les turbulences récentes ont créé et continueront à créer des dislocations de valeurs à l'intérieur et entre les différentes classes d'actifs. Ces écarts sont tels qu'il faudra probablement être patient pour observer un retour à la normale. Les opportunités seront nombreuses pour ceux qui seront en mesure de les exploiter, le moment venu, avec une création d'alpha tant sur les positions longues que courtes.

Nous avons également augmenté la liquidité de nos portefeuilles afin de pouvoir réagir rapidement aux fluctuations des marchés et aux opportunités que présenteront les gérants que nous apprécions le plus.

Par ailleurs, nous sommes convaincus que les bons gérants alternatifs, plus réactifs et souples que les gérants traditionnels, sont idéalement placés pour tirer profit de marchés incertains et volatiles, comme ils l'ont fait avec succès sur la période 2000-2003.

Eric Debonnet
Christophe Jaubert - Gilles du Fretay
HDF Finance - Rédaction achevée le 5 mai 2008

PERFORMANCES AU 2 MAI 2008 EN EURO

				depuis le 29-juin-07	5 ANS	10 ANS
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A EUR	<i>Objectif</i>	<i>Rating S&P</i>	-3.29%	24.92%	63.97%
	HDF Global Alternatives Part A EUR	<i>Gain absolu</i>	AA	-4.82%	27.18%	(1)
	Xiphias Investissement *	<i>Gain absolu</i>	AA	-4.55%	62.25%	143.35%
	HDF Capital Appreciation Part A	<i>Gain absolu</i>	AA	-7.42%	36.16%	74.04%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Low Vol Part A	<i>Gain absolu</i>	AA	-2.63%	16.00%	44.84%
	HDF Global Arbitrage	<i>Gain absolu</i>	AA	-2.30%	22.23%	(1)
	<i>Indice EONIA</i>			3.48%	14.58%	37.01%
	<i>Indice MSCI World (a)</i>			-14.97%	48.55%	19.30%
TRADING	HDF Trading Part A *	<i>Gain absolu</i>		4.49%	(1)	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A *	<i>Gain absolu</i>	A	-6.49%	14.97%	(1)
	<i>Indice JP Morgan GBI Broad</i>			6.55%	15.90%	-
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	<i>Gain absolu</i>	AA	-5.29%	40.86%	86.64%
	HDF Global Long/Short *	<i>Gain absolu</i>	AA	-6.62%	51.68%	(1)
	HDF Europe Long/Short *	<i>Gain absolu</i>	AA	-5.58%	53.58%	(1)
ACTIONS	HDF Global Equity Part A EUR	<i>Gain relatif</i>	AA	-15.19%	65.06%	56.45%
	<i>Indice MSCI World (a)</i>			-14.97%	48.55%	19.30%
	HDF Europe Equity Part A	<i>Gain relatif</i>	AA	-15.17%	75.16%	71.80%
	<i>Indice MSCI Europe (a)</i>			-14.49%	87.11%	36.45%
	HDF Emerging Markets Equity Part A EUR	<i>Gain relatif</i>	AA	-3.04%	176.20%	174.08%
	<i>Indice MSCI Emerging Mkt Free (b)</i>			-0.11%	192.28%	132.21%

* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

(a) Dividendes réinvestis.

(b) Dividendes non réinvestis.

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