



# HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

# en direct

Numéro 68 - Juillet 2008

## LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

## Brouillard, résilience et opportunités

### 1) Persistance des trois chocs

La conjugaison des chocs énergétique, alimentaire et financier persiste. Le télescopage de ces différentes crises complique sérieusement la donne.

Du côté du pétrole, les prix vont rester élevés et volatils. Il suffit de la moindre information pour provoquer parfois des écarts de cours, en plus ou en moins, de 5 à 6 dollars d'un jour à l'autre. Une preuve de l'extrême nervosité ambiante, et de l'intervention d'une composante spéculative non négligeable. Ce n'est pas la spéculation, mais plutôt les « fondamentaux » du déséquilibre offre/demande, qui expliquent les prix élevés de l'énergie, même si c'est bien elle qui accentue le mouvement. L'analyse est voisine pour les prix alimentaires. En ajoutant les effets du choc énergétique et du choc alimentaire, le taux d'inflation a atteint 4 % en juin 2008 (sur douze mois) dans la zone euro, un chiffre assez comparable aux Etats-Unis mais nettement plus élevé dans la plupart des grands pays émergents. L'inflation est-elle de retour ? Mon analyse est que, jusqu'à présent, cette inflation résulte de la hausse rapide de certains prix relatifs (prix de l'énergie et des produits alimentaires), sans répercussion conséquente sur l'inflation générale. L'inflation salariale est restée contenue dans la plupart des pays, et le « noyau dur » d'inflation (hors prix énergétiques et alimentaires) reste très en deçà de l'inflation brute, et sous contrôle. Jusqu'à maintenant, les « effets de second tour » (tout particulièrement la spirale prix-salaires-prix) demeurent limités, à la différence des années 1970, malgré les revendications relatives au pouvoir d'achat. Les seuls effets de deuxième tour enregistrés ici ou là concernent les prix pratiqués par certains entreprises, qui ont été revus à la hausse dans le sillage du choc énergétique. La probabilité d'une explosion salariale paraît faible. Si l'on fait l'hypothèse que les prix du baril de pétrole vont, dans les prochains mois, osciller autour de 140 dollars et que les prix alimentaires vont se stabiliser (à un niveau élevé), mécaniquement l'inflation devrait commencer à reculer d'ici la fin de 2008 et accentuer son recul en 2009. C'est le scénario que je privilégie.

Quant à la crise financière, elle est loin d'être finie. Nombre de grandes banques internationales vont annoncer de nouvelles dépréciations d'actifs et vont devoir se recapitaliser d'une façon ou d'une autre. La crise de confiance et de liquidité entre les banques persiste, les conduisant à être plus sélectives. L'extension de la crise immobilière dans certains pays européens (Espagne, Irlande, Royaume-Uni...) va alimenter la prudence des banques.

### 2) Une certaine résistance aux chocs

Les chocs conjugués ont forcément un impact sur la croissance. Ainsi, la croissance mondiale, qui était de 5 % en 2007, va se situer autour de 3,5 % en 2008. De même, la croissance européenne ralentit en comparaison de l'année dernière, sans qu'il soit question de récession globale. A ce sujet, les bons résultats du 1<sup>er</sup> trimestre 2008 en Allemagne et dans la zone euro ne peuvent être extrapolés. Il faut s'attendre à une décélération au second semestre.

Pour autant, la croissance fait preuve d'une assez bonne résilience (ou résistance) face à l'ampleur des chocs encaissés. Cela tient à plusieurs facteurs : 1) L'économie américaine elle-même montre de la résilience. Il n'est même pas sûr qu'elle connaisse en 2008 une récession (deux trimestres consécutifs de recul du PIB en volume). Si elle évite une récession, elle le devra à la réduction des taux d'intérêt de la Fed, à la baisse du dollar et aux diminutions récentes des impôts. 2) La croissance des grands pays émergents (Chine, Inde, Russie, Amérique latine, Afrique...) résiste globalement plutôt bien. 3) Les liquidités abondantes dans le monde soutiennent aussi la croissance. La contrepartie négative de cet avantage, c'est qu'elles nourrissent la spéculation qui, telle la mouche changeant d'âne, se déplace d'un marché à l'autre. Par les temps qui courent, cette spéculation se fixe sur les matières premières (industrielles et agricoles), sur certains marchés financiers émergents,...

La gestion de la crise financière par les banques centrales, tout spécialement la Fed et la BCE, a également favorisé la résistance de la croissance. En injectant massivement des liquidités depuis août 2007, elles ont bien assuré leur rôle de « prêteurs de dernier ressort ». Une condition nécessaire, et visiblement pas suffisante, pour rétablir la confiance sur le marché interbancaire. Le relèvement de son taux directeur (de 4 % à 4,25 %) par la BCE début juillet n'était pas indispensable. Certes, l'inflation dans la zone euro est nettement au dessus du seuil de tolérance de la BCE (égal à 2 %), et cette frappe monétaire préventive a visé à calmer les anticipations d'inflation. Mais, comme indiqué, les effets de second tour paraissent modérés. Il n'était pas idéal de resserrer même un peu la politique monétaire en pleine crise financière, et alors que le dollar reste faible. L'effet de cette initiative de la BCE sur le coût et la distribution du crédit va être limité, d'autant plus que les banques ont commencé à durcir leurs conditions bien avant... Mais il ne faudrait pas oublier que le taux de change est devenu l'un des principaux canaux de la politique monétaire. Au regard de la parité euro/dollar, j'aurais volontiers laissé la Fed tirer la première... Une Fed qui continue à hésiter face à deux écueils, celui de l'inflation et celui de la récession.

On l'aura compris, la situation est délicate, et les choix de politique monétaire difficiles, sans qu'il faille pour autant agiter le spectre d'une stagflation au sens des années 1970. Nous ne sommes heureusement pas dans les mêmes ordres de grandeur d'inflation et il nous faut consolider les facteurs de résilience de la croissance.

### 3) Quelle allocation d'actifs ?

Vu le brouillard ambiant, il n'est pas absurde d'augmenter la part des liquidités (OPCVM monétaires, certificats de dépôts négociables...), afin de profiter des opportunités susceptibles de se présenter. En même temps, il est sous-optimal pour un investisseur de rester durablement très liquide. Le rendement est nécessairement la contrepartie de risques assumés. Dans le contexte chahuté d'aujourd'hui, les stratégies de la gestion alternative sont attractives car elles procurent des parachutes généralement efficaces.

Les indices boursiers ont perdu pas mal de terrain depuis le début de l'année. Je crois néanmoins à un rebond d'ici la fin de 2008, pour plusieurs raisons. D'abord, les liquidités abondantes dans le monde, désormais moins attirées par l'immobilier, vont en partie revenir vers les marchés d'actions. Ensuite, les « price earnings » (PER) sont désormais à des niveaux modérés (10 à 12 sur les grandes places financières), rendant attractive une stratégie d'achats sélectifs. Enfin, les profits d'un certain nombre de grandes entreprises et même de nombre de banques vont demeurer à des niveaux justifiant une remontée des cours. Réaugmenter progressivement la part des actions dans le portefeuille, de façon diversifiée et sélective, pourrait se révéler à l'horizon de la fin de 2008 et de 2009 une stratégie payante.

# LE POINT DE VUE DU GÉRANT

La crise financière a maintenant débuté depuis plus d'un an et malgré le temps passé, les incertitudes sont encore importantes.

L'économie mondiale est en train de ralentir et il est très difficile de connaître avec précision l'ampleur et la durée du ralentissement qui s'engage.

Dans ces conditions, nous restons encore très prudents dans le positionnement de notre gestion et cette prudence est principalement motivée par quatre points : le « deleveraging » à la fois des banques et des consommateurs (principalement anglo-saxons) va se poursuivre, l'inflation pose un problème conséquent aux banquiers centraux, les profits des entreprises sont sous pression et le prix du pétrole atteint des sommets.

## 1) « Deleveraging »

Le monde est entré dans une phase de ralentissement économique causé par le « deleveraging » à la fois des banques et des consommateurs (principalement anglo-saxons).

Pour les institutions financières, deux points restent encore très problématiques :

D'une part, le marché interbancaire est toujours très tendu, et illustre l'inquiétude des banques les unes envers les autres quant à la qualité de leurs bilans respectifs. De nouvelles dépréciations d'actifs sont prévisibles.

D'autre part, le processus de « deleveraging » des banques se poursuit. Ceci impacte les marchés financiers à la fois par la vente des actifs que les banques portaient sur leurs bilans et par la levée de capitaux qui ponctionne les liquidités des investisseurs. Ce processus est auto-entretenu et vicieux car les ventes d'actifs pèsent sur les prix, ce qui détériore les ratios de solvabilité des banques et les force à soit lever plus de capitaux, soit à céder plus d'actifs de leur bilan.

A cela s'ajoute la poursuite de la baisse des prix de l'immobilier qui pèse sur la qualité des crédits au bilan des banques, auxquels vont inévitablement venir s'ajouter des difficultés à venir sur les prêts aux consommateurs et aux entreprises.

Dans ces conditions, le crédit sera moins abondant et plus cher pour les consommateurs et les entreprises. Une intervention de l'Etat américain pour endiguer ce cercle vicieux est fort probable (voir « Fannie Mae » et « Freddie Mac »).

Pour le consommateur (principalement UK et US), la situation est délicate. Il va devoir réduire sa consommation sous l'effet des hausses de prix (énergie et alimentation), d'un effet richesse négatif (dû à la baisse des prix des biens immobiliers et des bourses) et de la détérioration du marché de l'emploi. Mais l'effet le plus sensible viendra d'un accès au crédit moins aisé et beaucoup plus cher pour financer l'écart entre la croissance de leurs revenus et de leurs dépenses.

## 2) Inflation à la hausse

L'inflation pose un problème grandissant aux banquiers centraux, les

empêchant de mener une politique monétaire expansionniste et contracyclique. La BCE a ainsi procédé à une remontée des taux courts de 0,25% et la FED hésite entre une politique de stimulation à la croissance pour éviter une récession et une politique monétaire restrictive pour combattre l'inflation.

## 3) Des profits sous pression

Les profits des entreprises sont sous pression avec des coûts de production en forte augmentation et une demande qui semble se ralentir. Les entreprises ont jusqu'à aujourd'hui réussi à garder les coûts sous contrôle et continuent de bénéficier de gains de productivité importants. Cependant, si le ralentissement se poursuit, une dégradation plus marquée des profits sera inévitable et les entreprises devront couper plus agressivement dans les programmes d'investissement. Les valorisations des actions sont globalement raisonnables voire dans certains cas attractives. Cependant, nous pensons qu'il y aura de meilleurs points d'entrée sur les marchés actions car le niveau de valorisation n'a jamais été un soutien suffisant dans un marché baissier et nous ne sommes qu'au début des révisions des résultats des entreprises.

## 4) Le prix du pétrole atteint des sommets

Le prix du pétrole est un poids pour la croissance mondiale et il va falloir s'habituer à vivre avec un prix du baril élevé. Même avec la forte hausse connue depuis 12 mois, il est toujours très difficile d'envisager une configuration très favorable pour le prix du pétrole avec une demande en provenance des pays émergents qui va rester très soutenue, un ajustement de la demande des pays développés progressif et une croissance de l'offre de pétrole qui est faible.

En conclusion, même si l'économie mondiale est résiliente malgré l'ensemble des chocs qu'elle a subis jusque là, nous restons convaincus que les marchés financiers n'ont pas encore pris la complète mesure des ajustements en cours.

Dans ces conditions, nous avons continué à réduire l'exposition de nos portefeuilles à la direction des marchés (beta) et privilégions la génération de performance par la sélection de titre (alpha), ainsi que les stratégies de gestion non liées directement à l'évolution des marchés actions. Nous maintenons également une part de liquidité de façon à pouvoir repositionner les portefeuilles au cas où l'environnement le justifierait.

Il est enfin intéressant de constater que la réapparition de la rationalité dans les marchés au deuxième trimestre a permis un retour de la création d'alpha.

Sur le moyen terme, en particulier depuis le début de la crise en juillet 2007, les portefeuilles des fonds HDF ont globalement bien résisté malgré une chute sévère des indices boursiers.

Christophe Jaubert - Gilles du Fretay  
HDF Finance - Rédaction achevée le 15 juillet 2008

## PERFORMANCES AU 27 JUIN 2008 EN EURO

			1 AN	5 ANS	10 ANS	
MULTI STRATEGIES	<b>HDF Multi Alternatives Part A EUR</b>	Gain absolu	AA	-2.83%	24.42%	63.63%
	<b>HDF Global Alternatives Part A EUR</b>	Gain absolu	AA	-3.44%	28.03%	(1)
	<b>Xiphias Investissement *</b>	Gain absolu	AA	-4.71%	57.01%	146.93%
	<b>HDF Capital Appreciation Part A</b>	Gain absolu	AA	-6.65%	34.57%	76.48%
	Indice MSCI World <sup>(a)</sup>			-23.66%	26.91%	5.64%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	<b>HDF Arbitrage Low Vol Part A</b>	Gain absolu	AA	-1.37%	16.70%	46.51%
	<b>HDF Global Arbitrage</b>	Gain absolu	AA	-1.68%	21.87%	(1)
	Indice EONIA			4.17%	15.13%	37.55%
TRADING	<b>HDF Trading Part A</b>	Gain absolu		5.17%	(1)	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	<b>HDF Optimix Part A</b>	Gain absolu	A	-7.02%	13.09%	(1)
	Indice JP Morgan GBI Broad			6.17%	16.14%	-
ACTIONS LONG-SHORT	<b>HDF Global Opportunities Part A EUR</b>	Gain absolu	AA	-3.20%	41.92%	90.51%
	<b>HDF Global Long/Short</b>	Gain absolu	AA	-4.21%	53.12%	(1)
	<b>HDF Europe Long/Short</b>	Gain absolu	AA	-3.37%	55.86%	(1)
ACTIONS	<b>HDF Global Equity Part A EUR</b>	Gain relatif	AA	-18.24%	52.85%	50.90%
	Indice MSCI World <sup>(a)</sup>			-23.66%	26.91%	5.64%
	<b>HDF Europe Equity Part A</b>	Gain relatif	AA	-16.09%	67.27%	70.95%
	Indice MSCI Europe <sup>(a)</sup>			-24.57%	57.68%	18.04%
	<b>HDF Emerging Markets Equity Part A EUR</b>	Gain relatif	AA	-11.72%	137.75%	167.31%
	Indice MSCI Emerging Mkt Free <sup>(b)</sup>			-12.23%	135.89%	126.99%

\* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

<sup>(a)</sup> Dividendes réinvestis.

<sup>(b)</sup> Dividendes non réinvestis.

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