



HDF

la lettre d'information du Groupe HDF

en direct

Numéro 69 - Octobre 2008

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

La gravité de la crise financière impose des réponses à très court terme, mais aussi une vision sur ses conséquences économiques et sur la nécessaire refondation de la finance mondiale.

1- Le très court terme : éteindre l'incendie

La crise financière est, depuis son éclatement en août 2007, au cœur du système puisqu'elle se traduit par la paralysie des prêts interbancaires. Manque de transparence sur la situation réelle de chaque établissement au regard de possibles pertes, raréfaction inédite de la liquidité bancaire au point de faire grimper les taux d'intérêt sur le marché interbancaire à des niveaux rarement vus : tout cela ne peut pas se corriger en quelques jours. Depuis l'annonce d'une réponse coordonnée en Europe et l'amélioration du Plan Paulson, les taux interbancaires se détendent, forcément lentement. Les bourses restent volatiles, à la recherche de nouveaux points d'ancrage. L'important est d'inverser la tendance, et l'intervention massive des Etats et des banques centrales va y contribuer grandement.

Plutôt que des revirements idéologiques, je vois dans les mesures européennes comme dans le plan Paulson le triomphe du pragmatisme. Une banque n'est pas tout à fait une entreprise comme les autres, car elle touche directement à la monnaie et donc à la confiance. Qui aurait profité de l'effondrement de nos systèmes bancaires et financiers ? Personne, et sûrement pas l'activité ni l'emploi.

La BCE se sera révélée plus pragmatique que prévu. Certes, elle aura mis un peu trop de temps à reconnaître que le risque d'inflation s'était dissipé avec le recul des prix du pétrole et de certains prix alimentaires. A un presque sans faute depuis août 2007 dans sa politique d'injection de liquidités, elle a ajouté récemment une diminution de son taux directeur, concertée avec d'autres banques centrales. En écoutant Jean-Claude Trichet à l'issue de l'Eurogroupe, j'avais l'impression d'un début de révolution culturelle du côté de la BCE. Pourvu que ça dure !

Les Etats aussi ont fait preuve de pragmatisme, et le revirement de Madame Merkel vers plus de solidarité européenne l'illustre bien. Des deux côtés de l'Atlantique, les nationalisations de banques en difficulté vont être temporaires, comme dans les années 1990 (Etats-Unis avec la crise des caisses d'épargne, Suède, Japon...). Personne ne peut savoir aujourd'hui la durée exacte de ce temporaire, ni le coût final pour les budgets publics et pour les contribuables.

La première astuce du plan européen est de compter autant sur la garantie, par les Etats, des prêts interbancaires. La deuxième trouvaille est d'organiser ce système de garantie sans peser directement sur le budget de l'Etat.

2- Le court terme : digérer le reste de la crise financière et affronter ses conséquences économiques

Même en supposant que les marchés financiers se stabilisent progressivement, la crise bancaire ne sera pas pour autant terminée. Début octobre, le FMI a publié une estimation du coût total des subprimes pour les banques à travers le monde : environ 1400 milliards de dollars, contre une estimation à 945 milliards en avril dernier. Plus inquiétant : seulement près de 600 milliards de dollars sur ces 1400 milliards auraient été extériorisés à la date d'octobre, le reste étant donc à venir.

Dans un tel contexte, le contraste s'accroît entre les gagnants et les perdants, entre les prédateurs et les proies. La reconstitution du paysage bancaire s'accroît. La course à la taille dans la banque et la finance va s'intensifier partout.

Egalement un peu partout, les banques ont déjà commencé à resserrer le crédit. Sans aller nécessairement jusqu'au credit crunch, elles deviennent plus sélectives, en particulier vis-à-vis des PME et des particuliers. Le financement des PME durant les deux-trois prochaines années va être préoccupant dans nombre de pays, y compris en France. On comprend l'exigence de trouver des relais du côté des financements publics, et on peut toujours espérer un certain rebond du côté du private equity sans en attendre des miracles.

Les différents horizons de la crise

Pendant la première moitié de 2008, le débat économique mondial s'est beaucoup (à mon avis, trop) centré sur le risque d'inflation. Avec la chute considérable, et mal anticipée, des prix du pétrole depuis trois mois, et avec le recul des prix d'autres matières premières, le risque d'inflation est, désormais et pour quelque temps, derrière nous. C'est maintenant le risque sur la croissance et l'emploi qui prédomine.

D'après les très récentes prévisions du FMI, la croissance mondiale pourrait, malgré tout, être de 3 % en 2009 (contre 5 % en 2007 et 3,9 % en 2008), en dépit d'une croissance proche de zéro (en moyenne) aux Etats-Unis et en Europe. Cela veut dire que la dynamique de croissance n'est pas encore enrayée dans les grands pays émergents. Nous ne sommes pas en 1929-1930, grâce à l'impulsion en provenance des pays émergents et grâce à la réactivité des banques centrales. Certes, nous sommes tous dans le même bateau, et la récession des pays les plus avancés aura forcément des incidences sur le reste du monde. Mais, par exemple, la croissance de la Chine ne va pas tout d'un coup tomber de 10 % à 5 % par an.

Pour en revenir à la France, la panne de croissance oblige à utiliser les faibles marges de manœuvre disponibles pour freiner la montée du chômage. Le gouvernement a donc raison de concentrer son attention sur le financement des PME et sur le logement.

3- Le moyen-long terme : le temps de la gouvernance et de la refondation

A quelque chose malheur est bon. La crise financière permet à l'Europe de se remobiliser. Dans l'urgence, on a vu s'affirmer le rôle de l'Eurogroupe, et un début de gouvernance économique et politique de la zone euro. Il était temps ! Il faut espérer que la réponse apportée dans des circonstances exceptionnelles pourra être pérennisée.

Sur sa lancée, l'Europe a fait des propositions à ses partenaires pour un « nouveau Bretton-Woods ». Très différent de celui de 1944 – 1945, à l'époque consacré aux taux de change, à la coopération monétaire internationale, au financement des déficits externes. Aujourd'hui les sujets à traiter sont différents ; ils touchent à la gouvernance bancaire et financière mondiale et à la redéfinition du rôle du FMI. Là aussi, la convergence Sarkozy/Brown, avec je l'espère la bénédiction de l'Allemagne, devrait permettre à l'Europe d'être une force motrice et de faciliter la conception de réponses globales à cette crise globale.

4- En attendant : quelques conseils aux investisseurs

La seule certitude, c'est que la volatilité va rester forte sur les prix du pétrole, les bourses, les taux de change. Même si la chute des prix du pétrole et la remontée du dollar depuis trois mois sont bonnes à prendre pour les Européens, elles ne peuvent pas être extrapolées sur 2009. En particulier, le plan Paulson va creuser considérablement le déficit budgétaire américain, et ce quel que soit le résultat de l'élection présidentielle du 4 novembre, fragilisant à nouveau le dollar.

Les investisseurs ont tendance à se réfugier dans des placements liquides ou à court terme. On peut les comprendre. Mais les stratégies de protection du portefeuille sont spécialement attractives pendant des périodes aussi chahutées. En outre, il va devenir intéressant de revenir, de façon graduelle et sélective, sur les marchés d'actions car certains cours, entraînés vers le bas par la défiance généralisée, sont clairement sous-évalués. A condition d'être bien conseillé, c'est le moment de « faire son marché ». Les titres d'Etat, à court terme comme à long terme, servent aussi de valeurs refuge. Les fortes corrections enregistrées sur certaines places financières (Moscou, mais aussi une partie de l'Asie...) obligent à rester très prudent vis-à-vis des marchés financiers émergents malgré la résistance de la croissance dans les pays émergents.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 20 Octobre 2008

La période que nous vivons actuellement est exceptionnelle par de nombreux aspects et nous nous souviendrons de la période septembre/octobre 2008 comme une des pires périodes dans l'histoire des marchés financiers.

La crise du crédit s'est amplifiée, et les interventions des autorités pour stabiliser le système financier mondial ont été massives. Des mesures extraordinaires ont été prises, avec la mise sous régime conservatoire de Fannie Mae et Freddie Mac, la faillite ou le sauvetage in extremis de grandes institutions financières telles que AIG, Merrill Lynch, Lehman, Washington Mutual, Wachovia..., et la mise en place du plan de sauvetage du système financier par les gouvernements occidentaux. Jusqu'à la réunion autour du G7 de ce weekend, le marché avait le sentiment que les autorités tardaient dans la gestion de cette crise, notamment après la décision de n'apporter leur soutien ni à Lehman, ni aux détenteurs d'actions préférentielles de Fannie Mae/Freddie Mac.

Sur les actions, l'Europe affiche depuis début septembre une baisse au delà des 25%, ce qui porte la baisse sur 12 mois à -45%. Le mois de septembre est le pire mois sur les actions internationales et les pays émergents sur les 10 dernières années. Le marché du crédit n'est pas mieux logé avec une baisse de 12% sur les obligations High Yield US et une baisse de près de 8% sur les obligations Investment Grade US (indice Bloomberg). Sur les devises, les mouvements sont également violents avec par exemple le Real Brésilien qui perd 15% face au dollar américain, ou le dollar Australien qui efface en un mois près de 5 années de surperformance vis-à-vis du Yen. La liquidité des marchés reste extrêmement limitée, comme l'illustre la situation du marché interbancaire (le taux ted spread - écart entre le taux 3 mois Libor et le taux 3 mois gouvernemental US - atteint le niveau record de 3,5%) au lieu de 0,15% en temps normal.

En plus de la baisse brutale des indices en anticipation du ralentissement économique mondial, de la forte aversion au risque et de la forte illiquidité d'un certain nombre de marchés, plusieurs phénomènes apportent des éclaircissements sur les résultats de la période récente.

1- Les liquidations d'actifs par les banques

La faillite de Lehman durant le weekend du 12-13 septembre ne cause que des pertes directes marginales à l'échelle de la gestion alternative (exposition au crédit Lehman, à l'action Lehman ou bien à des opérations sur dérivés dont Lehman était la contrepartie). En revanche, les pertes indirectes liées à cette faillite sont plus difficiles à évaluer. A défaut de pouvoir le quantifier, nous pouvons l'illustrer par deux exemples. L'effet le plus important est le rachat brusque de positions courtes et la vente de positions longues, conséquence du deleveraging. En effet, tous les prêts de titres réalisés par Lehman à des gérants pour qu'ils puissent vendre à terme ces mêmes titres sont rappelés et forcent donc un rachat sur le marché. Ces rachats poussent les prix de titres de mauvaise qualité fortement à la hausse et parallèlement les prix de titres de bonne qualité à la baisse. Ce phénomène, qui semble s'être déroulé sur un certain nombre de titres assez fortement détenus par des hedge fund, a impacté leur performance.

Un autre effet indirect de la faillite de Lehman est le déboucement de positions long-short de la part de certains gérants qui avaient pour prime-broker des banques d'investissement similaires à Lehman (ex Morgan Stanley). Ces gérants ont en effet estimé trop élevé le risque que leur prime broker fasse faillite avant qu'ils aient eu le temps de transférer leurs positions chez d'autres prime brokers de banques commerciales plus solides. Déboucler rapidement leurs positions a été un moyen rapide de réduire sensiblement leurs expositions aux prime brokers de banques d'investissement, mais ces déboucllements ont contribué **A ELOIGNER ENCORE PLUS LES PRIX DES TITRES DE LEUR VALEUR INTRINSEQUE, A LA HAUSSE COMME A LA BAISSSE**. Tout ceci a été fortement accentué par une réduction concomitante des gestions pour comptes des grandes banques.

2- Le cadre réglementaire

Un autre effet perturbant pour la gestion alternative a été l'interdiction temporaire de la vente à découvert d'un certain nombre de titres (près de 1000 actions soit 15% du marché des actions américaines jusqu'au 8 octobre minuit) ([voir le flash info](#)). Ces règles ont eu pour conséquence de réduire globalement la liquidité, d'accroître l'incertitude sur les marchés et donc les comportements irrationnels des opérateurs.

La course à la liquidité et les demandes de rachat ou les craintes de demandes de rachat sur tout type de fonds (obligataire, actions, alternatifs) ont entraîné des déboucllements forcés de positions et éloigné encore davantage les prix de ces titres de leur valeur intrinsèque.

Comment voyons-nous l'avenir ?

Les décisions coordonnées des Etats sont de bon augure. En garantissant les dépôts des épargnants, les prêts interbancaires, en se laissant la possibilité de recapitaliser les banques les plus fragiles et en annonçant qu'elles ne laisseraient pas tomber une nouvelle banque, les autorités des grandes puissances économiques ont très certainement fait sonner la fin du risque systémique sur le système financier.

L'extension de la crise bancaire va être évitée mais nous n'allons pas pouvoir éviter un fort ralentissement des économies développées et ce pour plusieurs raisons :

- 1) Sur le front des nouvelles économiques, l'environnement continue de se dégrader. Sur la quasi-totalité des chiffres publiés récemment, que ce soit la croissance, l'emploi, le prix de l'immobilier, toutes sont orientées dans la mauvaise direction.
- 2) Les prix de l'immobilier, qui ont un impact notable sur la situation financière des banques et des consommateurs, devraient toujours être orientés à la baisse pour le moment.
- 3) La confiance des entreprises et des particuliers a été fortement entamée par cette crise. Une baisse sensible des investissements des entreprises combinée à un recours au crédit plus difficile et une remontée du taux d'épargne des ménages sont à prévoir.
- 4) Les américains devront se serrer la ceinture. La dette des personnes privées a augmenté de 0.5% par an sur les 10 dernières années et la consommation réelle a toujours cru de plus de +1.8% par an depuis 1993. Le consommateur américain doit reconstituer une épargne et cela passera par une consommation plus faible. A titre de comparaison, il a fallu plus de 10 ans à la Suède, dernier pays développé à avoir connu une grave crise d'endettement lors des 20 dernières années, pour retrouver le précédent point haut du niveau des prêts (le taux d'épargne des ménages était passé de 0% à 12%).
- 5) Si l'analyse du passé est d'une quelconque aide pour prédire l'avenir, les profits des entreprises pourraient baisser de 25 à 50% depuis leur niveau le plus haut. Aujourd'hui, la baisse des marchés semble intégrer d'ors et déjà une bonne partie de cet ajustement. Cependant, même si les valorisations étaient raisonnables à l'été 2007, il ne faut pas oublier que les marges étaient à l'époque sur des niveaux historiquement élevés (10 à 12% récemment contre une moyenne LT autour de 4 à 6% aux USA).
- 6) Ce choc est un choc déflationniste et donc les taux d'intérêts devraient continuer à baisser à l'avenir proche.

Notre recommandation est de :

- a. ne pas céder à des ventes de panique,
- b. prendre patience et laisser passer les flux vendeurs des établissements financiers en difficulté. Ceci va durer un certain temps (semaines ou mois),
- c. profiter au cours du 1er semestre 2009 de la sous valorisation historique de certaines valeurs.
- d. prendre conscience que la concurrence à la gestion alternative va être infiniment moins forte en raison de la disparition de nombreux « prop desk » de banques, brokers dealers US et hedge funds. Les marges de profit et les opportunités d'investissement seront multipliées ; nos fonds et nos investisseurs en bénéficieront.

En conclusion, maintenant que le risque systémique est écarté, le système financier et les marchés vont pouvoir retrouver un niveau normal de fonctionnement en dépit d'un environnement de récession économique. Les investisseurs vont pouvoir prendre des décisions dictées par une analyse fondamentale des valeurs. Les prix des actifs ne seront plus essentiellement dictés par le deleveraging forcé des établissements financiers en difficulté, mais par une étude financière fondamentale de la vraie valeur de chaque titre.

Nous sommes convaincus que ce changement sera favorable à nos gérants d'analyse fondamentale et devrait leur permettre de générer de la performance sur le moyen terme, et ce quelle que soit la direction prise par les marchés actions (rappel : rendements positifs des fonds alternatifs HDF chaque année calendaire entre 2000 et 2003 alors que les actions perdaient la moitié de leur valeur).

PERFORMANCES AU 10 OCTOBRE 2008 EN EURO

				1 AN	5 ANS	10 ANS
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A EUR	<i>Gain absolu</i>	AA	-9.05%	14.18%	58.49%
	HDF Global Alternatives Part A EUR	<i>Gain absolu</i>	AA	-9.47%	17.90%	(1)
	Xiphias Investissement *	<i>Gain absolu</i>	AA	-5.70%	35.80%	146.92%
	HDF Capital Appreciation Part A	<i>Gain absolu</i>	AA	-15.54%	17.05%	76.04%
	<i>Indice MSCI World (a)</i>			-41.74%	-8.84%	-0.78%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Low Vol Part A	<i>Gain absolu</i>	AA	-6.06%	10.64%	41.28%
	HDF Global Arbitrage	<i>Gain absolu</i>	AA	-7.64%	14.85%	(1)
	<i>Indice EONIA</i>			4.20%	15.82%	37.85%
TRADING	HDF Trading Part A *	<i>Gain absolu</i>		1.04%	26.18%	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A *	<i>Gain absolu</i>	A	-10.76%	7.22%	(1)
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	<i>Gain absolu</i>	AA	-16.40%	19.26%	89.12%
	HDF Global Long/Short *	<i>Gain absolu</i>	AA	-17.28%	26.62%	(1)
	HDF Europe Long/Short *	<i>Gain absolu</i>	AA	-19.01%	28.11%	(1)
ACTIONS CONTRE INDICES	HDF Global Equity Part A EUR	<i>Gain relatif</i>	AA	-32.15%	18.60%	49.95%
	<i>Indice MSCI World (a)</i>			-41.74%	-8.84%	-0.78%
	HDF Europe Equity Part A	<i>Gain relatif</i>	AA	-32.12%	25.46%	71.27%
	<i>Indice MSCI Europe (a)</i>			-45.82%	6.96%	8.98%
	HDF Emerging Markets Equity Part A EUR	<i>Gain relatif</i>	AA	-41.18%	48.82%	191.09%
	<i>Indice MSCI Emerging Mkt Free (b)</i>			-51.35%	26.84%	110.05%

* 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.