



HDF

en direct

la lettre d'information du Groupe HDF

Numéro 70 - Janvier 2009

LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

L'année 2009 démarre dans les mauvaises nouvelles et la déprime ambiante. Pourtant, tout n'est pas sombre. Barack Obama arrive à la tête des Etats-Unis avec des atouts personnels rares. L'inflation a beaucoup reculé, en même temps que les prix du pétrole et certains prix alimentaires. L'Europe s'est plutôt ressoudée, face à l'accentuation de la crise financière et la multiplication des crises géopolitiques.

1- Où en est la crise financière ?

Elle est loin d'être terminée, que l'on se réfère au recul des prix des logements aux Etats-Unis ou aux indicateurs de tension (c'est-à-dire de défiance) sur le marché interbancaire. Ainsi l'écart entre le taux à 3 mois et le taux au jour le jour est loin d'avoir retrouvé le niveau d'avant août 2007, signalant que le courant passe toujours difficilement entre les banques malgré l'intervention massive des Etats et la garantie des prêts interbancaires.

Dans le prolongement de la faillite de Lehman Brothers et du scandale Madoff, nous risquons en 2009 de nouvelles (et mauvaises) surprises. Même les banques qui étaient apparemment touchées sont conduites à révéler des moins-values (exemple récent de la Deutsche Bank). Il n'y a pas de la part des établissements de crédit une volonté de dissimuler, mais plutôt une ignorance ou une grande incertitude. Chacun a du mal à connaître son exposition précise à ses propres produits toxiques ou à ceux des autres. Il faudra pas mal de temps pour identifier les dégâts au nième degré de l'affaire Madoff. Comme beaucoup, j'en veux au gendarme boursier américain, la SEC, de n'avoir pas identifié le schéma très classique de la pyramide derrière les rendements mirobolants et surtout insensibles à la conjoncture qui étaient proposés à la clientèle.

Puisque l'incendie n'est pas éteint, les pompiers sont toujours là. Du côté des banques centrales, il faut saluer le triomphe du pragmatisme, au risque d'installer les économies dans une situation de « trappe à liquidité » voisine de celle du Japon dans les années 1990 : les taux directeurs de la Fed ou du Japon proches de 0 % font que la politique monétaire n'a plus de marge de manœuvre et même peut devenir inefficace, la création supplémentaire de monnaie faisant l'objet d'une thésaurisation au lieu de nourrir la consommation ou l'investissement. Le recul plus rapide que prévu de l'inflation a facilité également la transition de la BCE vers plus de pragmatisme. La BCE a encore la possibilité d'abaisser son taux directeur à 1,5 % voire à 1 %. Les Etats représentent les autres pompiers du drame. La suggestion britannique de garantir les prêts interbancaires était plus qu'astucieuse. Visiblement, elle ne suffit pas. Un peu partout, y compris dans les pays de tradition libérale, l'Etat est de plus en plus actif (un exemple parmi d'autres : le nouveau sauvetage de RBS par le gouvernement britannique). J'attends des banques qu'elles respectent les engagements pris en contrepartie de l'intervention de l'Etat. Ainsi, en France, la mission confiée à René Ricol pour surveiller le comportement des banques est essentielle, et il faudra veiller à ce qu'en pratique elle ne soit pas vidée de son contenu.

2- Quelles perspectives économiques pour 2009 ?

Les prévisions sont constamment revues à la baisse, ce qui n'est pas bon signe. La Commission Européenne, en janvier 2009, prévoit pour cette année et pour l'ensemble de l'UE un recul du PIB de 1,8 %, de 1,9 % pour la seule zone euro. La France se situerait dans la moyenne de l'UE (-1,8 %). On l'aura compris, le risque n'est plus du tout à court terme celui de l'inflation, mais celui résultant de la montée du chômage en général, du chômage des jeunes en particulier.

L'ampleur de la récession américaine et du ralentissement chinois sera déterminante. Une récente publication de la Société Générale donnait le ton : « Une dépression semble probable aux Etats-Unis, tandis que l'implosion de la Chine en 2009 pourrait être terrible ». Ce genre de prévision, très à la mode aujourd'hui, me paraît anxiogène et exagérément pessimiste. Nous ne sommes pas en 1929-1930, pour au moins trois raisons :

- a) la réactivité déjà évoquée des banques centrales et des Etats,
- b) le maintien d'une croissance encore significative, bien que ralentie, dans les pays émergents et dans les pays en développement,

Tenir bon, malgré tout

c) le refus jusqu'à présent de la tentation protectionniste, dont la concrétisation durant les années 1930 avait sonné le glas de la croissance.

Par ailleurs, les prévisions ont beaucoup de difficultés à intégrer l'effet des plans de soutien mis en œuvre. Des plans additionnés, complétés,... qui montrent une Europe globalement à la traîne en comparaison de ce que le Président Obama va rajouter aux impulsions déjà données du côté américain. On peut s'attendre à un déficit budgétaire fédéral américain de 10 % du PIB en 2009 (contre un peu plus de 3 % en 2008), entraînant dans son sillage le déficit extérieur et faisant des déficits « jumeaux » des Etats-Unis l'un des sujets d'inquiétude pour 2009-2010. Du côté des pays européens, l'Allemagne a donné en janvier un signal de soutien et de coopération relativement fort. Les gouvernements, un peu partout, vont devoir rester pragmatiques et compléter en cours d'année les dispositifs mis en place. En combinant deux axes : des mesures sectorielles (en faveur de l'automobile, du logement et de la construction...), et des actions transversales (financement des PME, mais aussi des grandes entreprises...).

Il va falloir veiller à ne pas trop dérapier du côté des déficits publics et de la dette publique. C'est pourquoi j'insiste, en pensant au cas de la France, sur la marge fournie par le taux élevé d'épargne des ménages (entre 15 et 16 % de leur revenu disponible), qui appelle à une mobilisation de cette épargne pour financer l'investissement productif, la R&D, les PME...

3- Les marchés : risques et opportunités

Le marché du logement va continuer à reculer dans beaucoup de pays, attirant de ce fait moins d'épargne. Pour le reste, deux risques significatifs sont à évoquer : le dollar et le marché obligataire.

Le creusement considérable des déficits américains combiné avec des taux de la Fed proches de zéro va probablement faire rechuter le billet vert. On ne peut écarter le scénario d'un euro à 1,60 dollar avant la fin de 2009, avec à nouveau les inconvénients induits pour notre compétitivité et notre croissance. Surtout, l'euro risque d'être la seule grande devise à monter vraiment, car la livre sterling va rester faible, car les Chinois vont tout faire pour rester arrimés au billet vert, etc.

L'autre risque concerne le marché obligataire. La crise a provoqué une ruée vers les titres d'Etat, du moins pour ceux dotés d'une qualité de signature suffisante. S'est ainsi formée une bulle obligataire sur les titres d'Etat. Comme toute bulle, elle explosera un jour ou l'autre, avec, à la clef, une remontée des taux longs. Ce risque mondial est accentué dans la zone euro par le creusement des spreads. A mi-janvier 2009, la France, pour les OAT à 10 ans, paie une prime d'environ 0,5 % vis-à-vis du bund allemand, mais ce n'est rien en comparaison de la Grèce (2,5 %), de l'Irlande (2,2 %), de l'Italie (1,5 %) ou même de l'Espagne (1,2 %). Je ne crois pas à une implosion de la zone euro, mais les mauvais élèves de la classe européenne en termes de finances publiques vont devoir, par des actes concrets, convaincre les investisseurs de leurs bonnes intentions.

Les marchés d'actions demeurent fragiles et volatiles, sans point d'ancrage. Mais, en reculant de façon indifférenciée, ils créent des opportunités pour des investisseurs avisés et sélectifs, à même de profiter des plus-values sur des titres clairement sous-évalués, qui se concrétiseront avec la reprise. Même si cette dernière ne devait intervenir qu'à partir de 2010, c'est par la stratégie financière d'aujourd'hui qu'il faut se donner les moyens de tirer profit du rebond quand il sera là.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 21 janvier 2009

Nous restons prudents et soucieux de la dégradation de la situation macroéconomique et ce principalement pour les raisons suivantes.

a) Le crédit est toujours grippé. Malgré les sommes dépensées, les banques restent en situation précaire et sont toujours plus préoccupées par la question de leur solvabilité que par le souci d'accorder des crédits. Leur portefeuille de prêts est toujours trop grand, les prix de l'immobilier continuent de baisser et la vague de défaut des entreprises n'a pas encore commencé. Aux USA, l'encours des prêts au bilan des banques devrait baisser de 25% (-1,3T\$) pour retrouver leur niveau de tendance long terme. Etalé sur une période de 5 ans, cela représente une contraction des prêts de 2,2% par an !

b) Le consommateur réduit ses dépenses sous le triple impact de l'effet richesse, de la baisse de la confiance et de la hausse du chômage. Quelques chiffres afin d'illustrer cela aux USA : sur la seconde moitié de 2008, la consommation baisse de 1,5% par mois en moyenne. A partir des points les plus hauts, la baisse de la valeur des biens immobiliers et des portefeuilles actions s'élève à -9T\$, soit une baisse équivalente à -60% du GDP Américain. Sur le chômage, on constate depuis quelques mois une accélération des destructions d'emploi avec une hausse du nombre de chômeurs de 0,4% par mois sur les derniers mois de l'année, ce qui amène le taux de chômage à 7%. Pour rejoindre celui des autres grands pays industrialisés, le taux d'épargne du consommateur américain devrait remonter vers les 10% du revenu disponible, contre un niveau de 2% où il se trouve aujourd'hui. Dans ces conditions, il est difficile de trouver aujourd'hui qui va remplacer le consommateur américain dont le poids représentait en 2007 environ 20% du GDP mondial, et qui a cru de 4% par an en taux réel sur les 14 dernières années (soit environ 400M\$ de dépenses supplémentaires par an).

c) Bien que la situation financière des entreprises est plutôt saine (jusqu'à aujourd'hui...), il est peu probable d'assister de leur part à des investissements dans un environnement où le crédit est rare, sinon cher, et où le consommateur « fait grève ». Les entreprises se concentrent sur l'adaptation de leur capacité de production à la demande qu'ils attendent, ce qui se traduit, dans beaucoup de cas, à des réductions d'effectifs. Ces réductions d'effectifs constituent les baisses du revenu disponible des ménages, qui se traduisent ensuite en baisse de la demande... L'effet d'entraînement que nous avons connu à la hausse sur les années 2003-2007 joue ici à la baisse.

d) Les seuls acteurs économiques en mesure d'accroître leurs dépenses sont les gouvernements. Les leçons de la crise de 1929 aux USA et des années 90 au Japon ont été retenues. Les réponses ont été rapides et conséquentes en termes de politique monétaire, budgétaire et fiscale. Et même si nous pouvons être assez confiants sur le probable succès à terme des mesures prises, nous restons dans l'incertitude sur l'importance du ralentissement avant que celles-ci fassent leurs effets. De plus, le « poids plume » que sont les dépenses

en investissement du gouvernement américain (3,5% du GDP en 2007, qui vont bien sûr fortement augmenter) font pale figure face au « poids lourd » qu'est le consommateur américain (70% du GDP en 2007).

e) Les quelques bonnes nouvelles proviennent de l'inflation, du prix des matières premières et des taux d'intérêt long terme (y compris les taux de prêts immobiliers aux USA) qui sont tous bien orientés et redonnent un peu de marge de manœuvre aux consommateurs et aux entreprises.

Les valorisations des actifs risqués sont elles attractives, et est-ce le moment de reprendre des risques dans les portefeuilles d'investissement ?

A l'été 2008, nous écrivions : « 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 ».

Aujourd'hui, les valorisations intègrent une baisse des profits des entreprises de l'ordre de -30%, un succès des différents plans de relance et un rebond des économies pour la seconde moitié de 2009. Nous estimons que les incertitudes sont telles qu'il est encore trop tôt pour se porter à l'achat. Nous pensons que cette crise sera plus dure et nous sommes persuadés que les économies développées devront faire face, à moyen terme, à un grand nombre de défis qui devraient abaisser sensiblement leur potentiel de croissance (un endettement élevé, une élévation du chômage, un crédit plus cher donc moins utilisé, un retour de l'inflation à moyen terme, les problèmes posés par les questions d'environnement, le vieillissement des populations et le contrôle des dépenses de santé...)

Dans un environnement de forte incertitude, nous restons très prudents dans la gestion des portefeuilles. Plus que jamais, nous sommes très proches de nos gérants afin de nous assurer qu'ils partagent nos vues sur la macroéconomie et les marchés.

Au sein de nos portefeuilles, nous mettons particulièrement l'accent sur des équipes de gestion qui ont une bonne compréhension de la macroéconomie, une très bonne gestion des risques et un positionnement prudent. Cela se traduit par des portefeuilles avec des horizons d'investissement plus court, des comportements plus de « trader » que d'« investisseur », prenant plus rapidement leurs profits et limitant leurs pertes. L'exposition directionnelle de nos portefeuilles est marginale et nous nous concentrons sur la protection du capital et la génération d'alpha quelle que soit la direction des marchés.

Ce positionnement défensif des portefeuilles porte ses fruits en ce début d'année dans des marchés encore fortement bouleversés.

Nous sommes à votre disposition pour de plus amples informations et vous remercions de votre confiance.

Christophe Jaubert - Gilles du Fretay
HDF Finance - Rédaction achevée le 26 janvier 2009

PERFORMANCES AU 16 JANVIER 2009 EN EURO

			1 AN	5 ANS	10 ANS	
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A EUR	Gain absolu	AA	-8.54%	11.54%	59.09%
	HDF Global Alternatives Part A EUR	Gain absolu	AA	-8.08%	16.67%	(1)
	Xiphias Investissement *	Gain absolu	AA	-14.77%	27.27%	136.44%
	HDF Capital Appreciation Part A	Gain absolu	AA	-11.43%	12.82%	68.32%
	Indice MSCI World ^(a)			-31.96%	-16.08%	-23.03%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Low Vol Part A	Gain absolu	AA	-5.66%	9.01%	43.55%
	HDF Global Arbitrage	Gain absolu	AA	-10.73%	8.90%	(1)
	Indice EONIA			3.89%	16.09%	37.70%
TRADING	HDF Trading Part A *	Gain absolu		3.20%	28.20%	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A *	Gain absolu	A	-14.77%	0.54%	(1)
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	Gain absolu	AA	-15.11%	14.65%	84.45%
	HDF Global Long/Short *	Gain absolu	AA	-16.92%	17.67%	(1)
	HDF Europe Long/Short *	Gain absolu	AA	-16.22%	21.03%	(1)
ACTIONS CONTRE INDICES	HDF Global Equity Part A EUR	Gain relatif	AA	-25.17%	9.04%	40.55%
	Indice MSCI World ^(a)			-31.96%	-16.08%	-23.03%
	HDF Europe Equity Part A	Gain relatif	AA	-26.48%	11.20%	44.46%
	Indice MSCI Europe ^(a)			-39.08%	-8.13%	-15.52%
	HDF Emerging Markets Equity Part A EUR	Gain relatif	AA	-37.50%	27.97%	134.39%
	Indice MSCI Emerging Mkt Free ^(b)			-47.76%	9.57%	60.57%

* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle.

^(a) Dividendes réinvestis.

^(b) Dividendes non réinvestis.

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