



LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Un début de stabilisation

La crise n'est pas finie. Le premier anniversaire de la faillite de Lehman Brothers a permis de faire le point sur les premières leçons de ce choc exceptionnel et les défis encore devant nous.

1- Quel scénario économique ?

Les bons chiffres d'activité pour le 2ème trimestre 2009 en France, en Allemagne, au Japon... ont, une fois de plus (mais cette fois-ci dans un sens favorable), surpris les experts. On les doit à un ensemble de facteurs : le rebond plus rapide que prévu de la Chine et la résistance d'autres grands pays émergents (exemple de l'Inde) face à la crise, les premiers effets des plans de relance, l'impact positif de la chute de l'inflation sur le pouvoir d'achat et la consommation, ...

Mais l'investissement des entreprises est en chute libre, faute de visibilité sur les perspectives à moyen-long terme. Le chômage continue d'augmenter dans la plupart des pays. Plutôt que d'extrapoler les résultats du 2ème trimestre, il faut considérer que les pays les plus avancés sont entrés dans une phase de stabilisation, avec une croissance proche de 0% en rythme annuel, qui peut durer jusqu'à la fin de 2009 ou au début 2010. Cela voudrait dire que nous sommes sortis de cette récession exceptionnellement grave qui aura duré un an, sans pour autant qu'il faille déjà parler de reprise ou même de sortie de crise. Pour la reprise, il faudra pour l'essentiel attendre 2010, même si le second semestre de 2009 est susceptible de réserver quelques bonnes surprises avec, par exemple, le restockage attendu dans de nombreux secteurs après des mois de déstockage de la part des entreprises. Même dans ce scénario plutôt optimiste, le chômage va continuer à augmenter dans les mois qui viennent. Car les entreprises vont mettre du temps à retrouver le chemin de l'investissement. Certaines d'entre elles, spécialement les PME, sont confrontées à de redoutables défis de trésorerie et de financement. En France, le recul du crédit bancaire au secteur privé (entreprises et particuliers) en juillet 2009 (sur douze mois) est un signal à considérer. Le soutien apporté aux banques par les Etats donne à ces derniers un effet de levier pour faire respecter les engagements sur le crédit. Ils ne doivent pas s'en priver, tant la crise du crédit serait susceptible de retarder la vraie reprise.

2- Leçons de la crise pour la régulation bancaire et financière

La crise bancaire mondiale n'est qu'en partie derrière nous, car il existe encore dans les bilans d'un certain nombre d'établissements financiers un bon paquet d'actifs financiers toxiques à « digérer ». Pour autant, il ne faut pas retarder le processus de refondation. Très vite, sur la plupart des thèmes de la régulation bancaire et financière, il est apparu que la réponse doit être mondiale, sauf à recréer de nouvelles et inutiles distorsions de concurrence. Le G20 de Pittsburgh devrait confirmer la convergence des pays membres sur un certain nombre de points : la lutte contre les paradis fiscaux (déjà bien engagée avec l'ouverture forcée du bastion suisse), le principe du lissage des bonus des traders (calculés sur le moyen-long terme) le rôle central confié au FMI dans le cadre de la nouvelle gouvernance mondiale à mettre en place, les exigences en fonds propres des banques et la nécessité de mieux les proportionner aux risques pris... Sur d'autres thèmes, la convergence est beaucoup plus laborieuse ou même inexistante, qu'il s'agisse du principe du plafonnement des bonus, de l'équilibre à trouver entre l'auto-régulation (par les conseils d'administration, les comités d'audit ou de rémunération...) et la réglementation, etc.

L'Europe, principale force de proposition au G20, ne peut faire prévaloir son point de vue au plan mondial que lorsqu'elle arrive solidaire et parle d'une seule voix. Une condition qui n'est pas satisfaite, loin s'en faut, sur plusieurs points en débat. Ce n'est pas la sortie assez étonnante, en août, de Lord Turner, le président de la Financial Services Authority (FSA) britannique, avec la proposition d'une taxe sur les opérations financières (allant dans son champ d'application au-delà de la taxe Tobin) qui effacerait, d'un coup de baguette, la frontière idéologique correspondant à la Manche...

3- Les principaux défis

Le risque social va traverser 2010, avec la poursuite probable de la montée du chômage en général et du chômage des jeunes en particulier. Pour contenir cette évolution spontanée, il va falloir consacrer les marges de manœuvre disponibles à la politique de l'emploi.

Les risques énergétiques demeurent présents et très difficiles à anticiper, même si, à mi-septembre 2009, les prix du baril sont modiques (autour de 68 dollars le baril) en comparaison de ceux enregistrés au 1er semestre de 2008. Même si la timidité de la reprise ne devrait pas provoquer de retour rapide de

un pétrole à 150 dollars, le poids d'événements géopolitiques imprévisibles ne saurait être sous-estimé.

Des risques d'inflation ? D'aucuns évoquent déjà le retour de l'inflation comme la conséquence de l'abondance de liquidités et comme la façon la plus indolore de corriger le surendettement des Etats, qui avec la crise a remplacé et fait suite au surendettement privé. Mon analyse est sensiblement différente. Je ne crois pas au retour de l'inflation sur biens services (prix de détail et prix de gros) à l'horizon des deux-trois prochaines années pour au moins deux raisons : 1) la mondialisation ne va pas être remise en cause par la crise. Du moins faut-il l'espérer, car le retour au protectionnisme nous enfoncerait tous un peu plus... Or la mondialisation signifie plus de concurrence dans tous les secteurs et donc moins de capacité pour les entreprises de répercuter dans leurs prix de vente des chocs de prix (l'expérience de la première moitié de 2008 l'a confirmé...). 2) la hausse du chômage limite les possibilités pour les salariés et leurs syndicats de transformer un choc éventuel initial (sur les prix du pétrole, sur les prix alimentaires) en inflation salariale. La répétition des années 1970 n'est pas à l'ordre du jour. Cela veut dire que l'inflation et la déflation vont continuer, comme elles le font depuis quinze ans, à concerner les marchés d'actifs plutôt que les biens et les services. Nous allons continuer à passer d'une bulle à l'autre, la bulle actuelle étant celle des bons du Trésor américain, des obligations des Etats dotés encore d'une forte crédibilité donc d'une bonne signature. Le jour où cette bulle sur certains titres d'Etat éclatera, il faut s'attendre à une brutale remontée des taux d'intérêt sur les titres concernés, même si les banques centrales maintiennent, comme c'est fortement probable, en 2010 leurs taux directeurs à des niveaux proches de zéro.

Un risque dollar ? Je crains qu'en 2010-2011 le billet vert plie sous le poids des déficits budgétaires américains. Certes, les ménages américains ont, depuis quelques mois, recommencé à épargner (avec un taux d'épargne de 5 à 6%, qui contraste avec les taux négatifs ou nuls enregistrés précédemment), et le déficit commercial américain a eu tendance à se rétracter. Mais ce dernier mouvement risque d'être interrompu, car le creusement du déficit budgétaire (environ 12% du PIB en 2009, peut-être autant en 2010) ne pourra pas être « compensé » de l'intérieur, et il s'accompagnera probablement d'une augmentation du déficit commercial. La fragilité du dollar est une menace pour l'Europe. Car si le dollar chute en 2010, beaucoup de pays dont bien sûr la Chine voudront le suivre – compétitivité oblige ! – et l'euro risque d'être la seule grande devise à monter, pesant d'autant sur la compétitivité des entreprises et la reprise en Europe. La question monétaire internationale risque de revenir rapidement à la table du G20.

4- Conséquences pour les bourses

Le scénario de base privilégié ici conduit à plusieurs conclusions. La stabilisation puis la reprise modérée prévue pour 2010 alimentent, par delà l'inévitable volatilité à court terme, la bonne tenue des bourses depuis quelques mois. Les marchés financiers sont-ils trop optimistes ? Au vu des profits annoncés par les grandes entreprises et de politiques monétaires qui vont conserver des taux directeurs proches de 0% en 2010, les bourses disposent encore d'une marge de progression par rapport aux niveaux actuels. La relativement bonne tenue des marchés d'actions va être facilitée par l'abondance de liquidités et par les risques existants sur les investissements immobiliers et les risques potentiels sur le marché obligataire. Par ailleurs, l'hypothèse faite ici d'une inflation qui reste sous contrôle à l'horizon des deux-trois prochaines années débouche sur le caractère peu attractif de l'or comme placement à moyen-long terme.

En définitive, les investisseurs vont demeurer prudents compte tenu de l'incertitude persistante. Ils vont continuer à afficher une forte préférence pour des placements liquides et à court terme. Ils devraient poursuivre leur retour vers les actions, en prenant les précautions qui s'imposent : 1) plutôt que de jouer les indices boursiers globaux, rester sélectif en ciblant les secteurs et les entreprises dans chaque secteur. 2) bénéficier du dynamisme des pays émergents en restant partiellement investi sur leurs marchés financiers en combinant diversification sectorielle et diversification géographique.

Christian de Boissieu
Professeur à Paris I (Panthéon-Sorbonne)
Rédaction achevée le 15 septembre 2009

LE POINT DE VUE DU GÉRANT

Depuis 6 mois, des liquidités abondantes en attente d'emploi, un regain d'optimisme concernant l'économie, et des politiques monétaires et budgétaires extrêmement accommodantes ont permis aux actifs risqués de s'apprécier. Sur le plan économique, nous sommes passés d'une chute brutale de l'activité (dérivée première négative), à une moindre dégradation de l'activité (dérivée seconde positive), pour maintenant voir les prémices d'une légère croissance de l'activité (dérivée première positive). Cependant, le niveau de l'activité globale reste faible et il faudra de nombreux trimestres avant de retrouver le niveau d'activité de 2007.

Les bonnes nouvelles concernent essentiellement :

1/ Tout d'abord la résilience de la croissance et des divers indicateurs avancés de l'activité économique.

Avec un maintien de la croissance des pays émergents (en particulier de la Chine) sur un niveau élevé, et des chiffres de croissance positive au second trimestre dans de nombreux pays (France, Allemagne, Japon...), il semble que la pire récession depuis les années 30 soit derrière nous et que nous pourrions avoir une croissance synchronisée de toutes les économies majeures au troisième trimestre de 2009 (après le coup d'arrêt subi sur la 2nde moitié de 2008, il est en effet compréhensible que l'activité puisse rebondir, même assez fortement).

2/ Mais aussi les résultats des entreprises.

Les entreprises ont publié des résultats meilleurs que prévu surtout parce qu'elles ont coupé très agressivement leurs coûts de fonctionnement et leurs investissements. Elles ont puisé dans leurs stocks pour satisfaire la demande. Les banques, quant à elles, ont tiré profit de la bonne tenue des marchés financiers, de marges élevées (moins de concurrence), du fort volume d'activité sur les marchés primaires (nouvelles émissions...) et de la possibilité qui leur a été accordée de valoriser avec une plus grande « souplesse » certains actifs de leur bilan.

3/ Et enfin le marché immobilier américain.

Après une baisse de plus de 32% par rapport au plus haut de juillet 2006 (indice Case Shiller), les prix semblent se stabiliser avec deux mois consécutifs de hausse et une reprise du volume des transactions. Mais la situation reste précaire. Près d'un tiers des prêts hypothécaires ont un encours résiduel supérieur à la valeur marchande du logement financé. De plus, le stock de maisons en vente ne se réduit pas, et il est possible que la récente remontée des prix attire un certain nombre de vendeurs supplémentaires sur le marché.

Malgré ces bonnes nouvelles, qui sont bienvenues, les questions en suspens portent sur la force et la pérennité de cette croissance ainsi que sur l'éventuel retour de l'inflation.

Une croissance forte et durable ne peut se faire sans la participation du consommateur. La reconstitution des stocks peut soutenir la production à court terme mais l'effet s'estompera rapidement si la demande finale ne prend pas le relais. Et il est encore difficile d'y voir clair concernant le rebond potentiel de la demande. En effet, les consommateurs (principalement anglo-saxons), auront pour principale préoccupation durant les années à venir de réduire le montant de leur dette. Et ce d'autant plus qu'ils ne peuvent pas compter sur une croissance forte de leur revenu (aux USA, la croissance annuelle nominale des salaires est négative depuis quelques mois - maîtrise des coûts des entreprises oblige) et que le niveau du chômage va les inciter à constituer une épargne de précaution.

Du côté des entreprises, une fois que le rebond actuel causé par la nécessité de reconstituer les stocks et que l'effet des différents plans de soutien à l'économie (comme les plans d'aide à l'industrie automobile ou aux primo-

accédants immobiliers) seront passés, il est peu probable qu'elles se lanceront agressivement dans des plans d'investissement. Or, la reprise de l'investissement productif est, comme celle de la consommation, indispensable à une reprise durable de la croissance.

Sur l'inflation, il est important de rappeler que sur la période 2007-2008, la production industrielle globale a baissé de 12.5% sur environ 1 an. Le retour au niveau d'activité pré-récession n'est pas envisageable avant plusieurs trimestres, ce qui maintiendra la pression sur le niveau de l'emploi, sur les capacités de production utilisées, et sur les rémunérations. L'inflation ne devrait donc pas trouver de relais dans les salaires dans un avenir proche, laissant d'importantes marges de manœuvre aux banquiers centraux pour maintenir une liquidité abondante dans les économies. Sans emploi avant le retour de la reprise économique, ces liquidités pourraient se réfugier dans les différentes classes d'actif financiers, et déclencher de forts mouvements.

Quelles conclusions tirer pour les marchés financiers ?

Sur le long terme, les actions devraient, en l'absence d'inflation, surperformer les autres classes d'actif, notamment les obligations d'état et l'immobilier. Cependant, sur le court et moyen terme, les incertitudes et la volatilité vont rester fortes, car un certain nombre de forces vont s'affronter et venir perturber les marchés. En voici les principales raisons :

1- Même si nous pensons que l'inflation est pour le moment maintenue sous contrôle par le faible niveau de l'activité économique, elle restera un sujet de préoccupation majeur pour les marchés financiers compte tenu de l'importance des liquidités injectées dans les économies.

2- Les politiques fiscales et budgétaires ne sont pas tenables à leur rythme actuel. La réduction des bilans bancaires et de l'endettement des consommateurs anglo-saxons va, à un moment donné, s'opposer à la volonté des autorités de procéder à un ajustement graduel. Rappelons que nous n'avons jamais expérimenté la sortie d'une crise globale du sur-endettement.

3- Chaque pays veut, à travers la baisse de sa devise, récupérer à faible coût une compétitivité externe.

4- Si l'on se base sur les données historiques, les indicateurs avancés prédisent une sortie de crise en V (ce que semble valider le comportement des marchés financiers), mais le 1^{er} semestre de 2010 ne se chargera-t-il pas de mettre à mal cette prédiction ?

Quelles conclusions tirer pour la gestion de nos portefeuilles ?

Nous retrouvons depuis quelques mois des marchés financiers fonctionnant avec plus de discernement, respectant les fondamentaux propres à chaque classe d'actif. Cela renforce notre intérêt pour des stratégies de gestion avec une approche plus fondamentale, tout en gardant une proportion importante de stratégies de trading et de gérants très réactifs.

Les stratégies que nous privilégions pour le prochain semestre dans nos portefeuilles sont les Long/Short actions, les Global Macro, les Long/Short de taux et devises et les gestions systématiques (plutôt de court et moyen terme). Nous sommes très confiants sur les opportunités actuellement disponibles dans les marchés, et sur notre capacité à générer une performance peu dépendante de la direction de ceux-ci.

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

Christophe Jaubert - Eric Debonnet - David Gilleron - Thierry de Rycke
HDF Finance - Rédaction achevée le 23 septembre 2009

PERFORMANCES AU 18 SEPTEMBRE 2009 EN EURO

			2009 YTD	5 ANS	10 ANS
		<i>Objectif</i>			
		<i>Rating S&P</i>			
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Alternatives Part A EUR	Gain absolu	8.31%	18.96%	61.82%
	Xiphias Investissement	Gain absolu	10.58%	34.12%	124.66%
	HDF Capital Appreciation Part A	Gain absolu	7.84%	18.97%	67.85%
	<i>Indice MSCI World (a)</i>		24.07%	-1.13%	-23.36%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Low Vol Part A	Gain absolu	4.41%	12.52%	42.12%
	HDF Global Arbitrage	Gain absolu	4.18%	12.11%	(1)
	<i>Indice EONIA</i>		0.67%	15.10%	35.91%
TRADING	HDF Trading Part A *	Gain absolu	6.72%	34.23%	(1)
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A *	Gain absolu	5.17%	3.60%	(1)
	<i>Moy. de la catégorie "Oblig. Intles" Morningstar</i>		7.41%	9.22%	-
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	Gain absolu	7.00%	21.25%	77.21%
	HDF Global Long/Short *	Gain absolu	7.89%	22.58%	(1)
	HDF Europe Long/Short *	Gain absolu	10.20%	25.14%	(1)
ACTIONS CONTRE INDICES	HDF Global Equity Part A EUR	Gain relatif	23.47%	27.53%	51.12%
	<i>Indice MSCI World (a)</i>		24.07%	-1.13%	-23.36%
	HDF Europe Equity Part A	Gain relatif	25.37%	35.67%	68.93%
	<i>Indice MSCI Europe (a)</i>		30.53%	15.18%	-0.44%
	HDF Emerging Markets Equity Part A EUR	Gain relatif	35.57%	71.77%	118.02%
	<i>Indice MSCI Emerging Mkt Free (b)</i>		59.03%	64.82%	60.98%

* 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.