



LA VISION DE L'ÉCONOMISTE

Où tout cela nous mène-t-il ?

Une reprise très contrastée

La mondialisation n'implique pas la convergence des taux de croissance. L'illustration en est donnée à nouveau par les croissances attendues pour 2010, après la récession enregistrée en 2009 dans les pays les plus avancés. Les Etats-Unis devraient être autour de 3% cette année, la Chine à 10%, l'Inde à 9%,... Avec, au bout du compte, une progression du PIB mondial légèrement supérieure à 4%, à rapprocher du (-0,6%) de l'année dernière. Les chiffres pour l'Europe sont, malheureusement, très en retrait, avec une prévision de croissance d'environ 1% en moyenne.

Si un tel écart de croissance devait se confirmer en 2011 et après, il y aurait un vrai risque pour l'Europe de décrocher du point de vue de l'activité et de l'emploi. Une perspective inacceptable en termes économiques, sociaux (capacité à résorber le chômage accumulé) et géopolitiques.

Pour rester en première division les pays européens doivent se rassembler sur les stratégies de sortie de crise. Face à la crise mondiale, il fallait, depuis 2007 et surtout après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, mettre en œuvre des politiques keynésiennes : assouplissement considérable des politiques monétaires, creusement tout aussi impressionnant des déficits et des dettes publiques. La crise financière, la crise économique et la fragilité sociale sont loin d'être dissipées, et pourtant c'est dès à présent qu'il faut passer à une politique « schumpetérienne », axée sur la compétitivité des entreprises et de leur offre, et organisée autour de la R&D, de l'innovation, de la qualité de l'enseignement supérieur, de la croissance des PME, etc. Dans cette phase délicate où la crise européenne s'est ajoutée à une crise mondiale loin d'être éteinte, il faut marcher sur les deux jambes : d'un côté, réduire à partir de 2011 déficits et dettes publiques, de l'autre mobiliser les énergies au service d'une politique d'offre compétitive. Ces deux objectifs ne sont pas contradictoires, même si, à court terme, la rigueur budgétaire risque de peser sur la croissance. Il s'agit en fait de redéployer, à l'intérieur de l'enveloppe globale des dépenses publiques, en réduisant certaines dépenses courantes au profit des dépenses d'avenir et des incitations qui les soutiennent (exemple du crédit impôt recherche).

L'euro et la zone euro sous pression

C'est un fait que l'Europe a mis trop de temps à réagir aux défis posés par la crise grecque et les effets de contagion vers le Portugal, l'Espagne... Le problème grec s'est précisé dès décembre 2009, et il a fallu attendre mai 2010 pour que les Européens, enfin unis, solidaires et pragmatiques, décident de créer un fonds de soutien de 750 milliards d'euros (2/3 venant de l'Europe, 1/3 du FMI) destiné à soutenir les pays-membres en difficulté et à rassurer les marchés. La mise en œuvre concrète de ce fonds ne va pas d'ailleurs sans poser de problèmes, faisant ressortir des divergences persistantes entre l'Allemagne et certains de ses partenaires.

Il est intéressant de relever deux points communs entre la riposte européenne d'octobre 2008 face à la crise bancaire et celle de mai 2010 face à la crise de la zone euro : d'abord, la mise en place de dispositifs non prévus par les textes fondateurs de l'Europe, mais compatibles avec eux, ce qui évite d'ouvrir un débat constitutionnel ; ensuite le large recours à la formule de la garantie, qui rassure et peut permettre de ce fait d'avoir un tirage effectif de la part des pays-membres en difficulté très en deçà du chiffre potentiel.

La BCE n'a pas le droit, d'après le traité de Maastricht, de soutenir directement les Etats-membres en difficulté. Mais l'accord de Bruxelles l'autorise à racheter en particulier la dette grecque portée par les banques. En ajoutant ces concours indirects en faveur des Etats-membres aux mesures précédentes, les autorités se donnent les moyens de reprendre la main vis-à-vis des marchés, après des semaines d'un rapport inversé. Pour longtemps ? Cela dépendra avant tout de la capacité des Européens d'améliorer effectivement la gouvernance économique et politique de l'Europe, de la zone euro en particulier. La BCE, quant à elle, ne sortira pas totalement indemne de cette tempête, tant la distinction entre ses concours directs (interdits) et indirects

(autorisés) se révèle d'application délicate. Quant à l'argument de l'hétérogénéité excessive à l'intérieur de la zone euro, il a sa part de responsabilité. Mais, dans chaque pays-membres ou aux Etats-Unis, il existe également de fortes disparités de croissance, d'inflation... D'où vient alors le problème ? Du fait que la zone euro ne dispose pas aujourd'hui des moyens économiques, budgétaires et politiques suffisants pour faire face à un tel degré d'hétérogénéité.

Je ne crois pas au scénario de sortie de la Grèce de la zone euro ni à l'implosion de cette zone. Qui d'ailleurs y gagnerait ? A mon avis, personne. Mais il faut consolider le dispositif. Cela passe par plusieurs axes.

D'abord, il faut poser les bases d'une vraie gouvernance économique de la zone euro. Les composantes sont identifiées : fiabilité des statistiques (une leçon évidente du cas grec), mécanismes efficaces de surveillance multilatérale, recours à de réelles sanctions face aux pays déviants... Tous ces thèmes concernent la refondation du pacte de stabilité.

Ensuite, il convient d'améliorer la gouvernance politique de l'Europe. Le système de pilotage issu du traité de Lisbonne est encore en rodage, mais il faut rapidement dépasser ce stade.

Enfin, la crise montre qu'il faudra retarder l'élargissement de la zone euro. Dans l'intérêt des pays-candidats comme dans celui des actuels pays-membres. L'heure est à l'approfondissement.

Où vont les marchés ?

D'abord, le marché des changes. Il y a quelques mois, j'anticipais plutôt un recul du dollar, à cause du déficit budgétaire américain et de la contestation croissante de la devise américaine par les Chinois. Ces facteurs de fragilité du dollar n'ont pas disparu, et ils pourraient refaire surface plus tôt qu'on ne le pense, à condition bien sûr que l'Europe surmonte ses divisions intestines. Pour les prochains mois, on peut anticiper un euro qui pourrait fluctuer entre 1,18 et 1,30 dollar. Des niveaux qui, en soi, sont favorables à la compétitivité de la zone euro et à l'accélération de ses exportations, en comparaison des niveaux constatés il n'y a pas si longtemps (1,50 voire 1,60 dollar pour 1 euro), sans créer pour autant de vrai risque d'inflation importée. Par delà la tempête sur la zone euro, la fragilité du dollar demeure structurelle...

Les événements européens retardent d'autant toute velléité de relèvement de son taux directeur par la BCE, mais aussi par la Fed. Désormais, il faudra attendre 2011, et tant mieux d'une certaine façon... Quant aux taux longs, ils restent sous la menace d'un relèvement marqué en 2011, sous le poids des dettes publiques et de la concurrence entre financements publics et privés. Il convient donc, pour les investisseurs, d'intégrer ce risque dans leur gestion obligatoire et de se couvrir éventuellement contre la remontée des taux longs dans quelques trimestres.

Malgré les corrections récentes et le yo-yo persistant, je n'arrive pas à être pessimiste sur la dynamique des marchés d'actions d'ici la fin de l'année. L'abondance de liquidités mais aussi la capacité réelle à regagner le terrain perdu par les indices boursiers depuis quelques mois incitent à un optimisme raisonnable.

Pour le reste, je ne crois pas à l'or sur le moyen terme, car l'inflation (au sens habituel) va rester sous contrôle au moins durant les deux-trois prochaines années. Sur l'immobilier, il faut demeurer prudent car les ajustements de prix ne sont pas terminés dans nombre de pays (dont les Etats-Unis, l'Espagne, etc.). Les marchés financiers émergents demeurent attractifs dans une politique de diversification. Il est rationnel d'aller chercher la croissance là où elle se trouve, en particulier dans les pays émergents. Il faut simplement choisir les bons véhicules financiers, tant ces marchés émergents persistent à être peu liquides.

Christian de Boissieu

Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)

Rédaction achevée le 20 mai 2010

LE POINT DE VUE DU GÉRANT

Depuis mi-avril, les marchés financiers sont entrés dans une période d'extrême volatilité : l'indice Vix, souvent utilisé comme baromètre de risque dans les marchés, est passé en 6 semaines de 15% à 48%. L'inquiétude des investisseurs provient du risque d'une implosion éventuelle de la zone Euro et de l'avertissement que constitue la crise grecque pour la longue liste des pays développés fortement endettés. Le plan du 10 mai décidé par les gouvernements européens et l'implication de la Banque Centrale Européenne montrent un engagement fort de l'Europe vers un contrôle des politiques fiscales et budgétaires de l'ensemble de ses membres. Il faudra probablement du temps pour que la volonté politique se traduise dans les faits, et les marchés financiers pourraient, en attendant, tester la détermination des gouvernements : la volatilité est donc là pour durer. Les investisseurs exigent dorénavant des rendements plus élevés sur les obligations souveraines des pays les plus endettés. Ces états devront donc passer plus tôt que prévu en mode de discipline fiscale et de réduction de leur dette. Dans ces conditions, ce tour de vis pourrait étouffer dans l'œuf le début de croissance bienvenu qui se dessine depuis quelques trimestres.

En effet, les divers plans de soutien des gouvernements ont très bien fonctionné, et les nouvelles récentes sur l'économie mondiale sont plutôt bonnes : la croissance est depuis plusieurs trimestres régulièrement révisée à la hausse et pourrait être en 2010 de 3,5% aux USA, 11% en Chine, 8% en Inde et 1,5% en Europe. Les indices avancés des PMI globaux (industries manufacturières) sont toujours en hausse indiquant une poursuite de la croissance qui se transmet désormais au secteur des services, jusque là en léger retard.

Une autre illustration de cette reprise est le retour en force des volumes d'échanges mondiaux : après une baisse historique de plus de 16% depuis le point le plus haut atteint en 2008, le risque de protectionnisme ne s'est finalement pas matérialisé, les volumes d'échanges ont repris le chemin de la hausse et ont déjà récupéré la moitié de la baisse.

Les éléments clés pour la pérennité de cette reprise sont l'emploi et les revenus des ménages, soutiens de la demande finale. Il est difficile d'envisager une reprise forte sans une nette amélioration sur ces 2 éléments. Les dernières statistiques montrent une évolution encourageante mais des incertitudes demeurent.

On constate une hausse sensible des créations d'emploi depuis le mois de décembre aux USA (573 000 créations sur la période) même si le taux de chômage reste élevé à 9,9%. Rappelons qu'il faut au moins 150 000 créations d'emplois par mois pour stabiliser le taux de chômage aux Etats-Unis.

Malgré ces incertitudes sur l'emploi et le chômage qui ne devraient se réduire que progressivement, le consommateur américain n'est visiblement pas dissuadé de consommer. Durant la crise, il n'a que marginalement augmenté son taux d'épargne, gardant sa confiance dans sa capacité à retrouver un emploi à terme. Son endettement global s'est stabilisé, et même si la charge de la dette (capital et intérêt) en pourcentage du revenu disponible atteint un niveau raisonnable (autour de 13%, en baisse de 1% depuis 18 mois), il est peu probable qu'un rebond de la consommation puisse de nouveau provenir d'une augmentation de l'endettement des ménages comme ce fut le cas ces dix dernières années.

La stabilisation récente du marché immobilier résidentiel US rassure également, même si on peut s'attendre à quelques mois perturbés par l'expiration des différentes mesures de soutien ayant pour but d'éviter les saisies et les ventes forcées des biens immobiliers.

Du côté de l'offre du crédit, la taille du bilan des banques est toujours trop importante. Le durcissement réglementaire leur demandant davantage de capital de meilleure qualité devrait à la fois diminuer l'offre de crédit et augmenter son coût. Le FMI, dans sa dernière estimation, considère d'ailleurs qu'il reste encore un tiers des pertes estimées (au total révisées à la baisse à 2 300 Milliards USD) à provisionner dans les banques.

Les entreprises considèrent que leur environnement est en amélioration, avec des marges historiquement élevées et des volumes d'activité qui repartent à la hausse. Leur endettement est raisonnable et certaines disposent de liquidités leur permettant d'envisager des opérations de croissance externe.

Enfin, les taux d'emprunt à court terme sont toujours bas, et devraient le rester encore un certain temps. Les perspectives d'inflation dans les pays développés restent modérées et devraient le rester tant que la croissance du crédit privé ne repart pas vigoureusement (elle est actuellement négative en Europe et aux USA). De plus, dans un environnement d'endettement élevé, le scénario le plus dangereux et le moins contrôlable est la déflation. Pour l'éviter, la politique monétaire devrait rester (trop ?) accommodante, prenant le risque de voir apparaître un peu d'inflation dans le futur.

En termes de stratégies directionnelles, nous gardons une préférence pour les actions relativement au crédit d'entreprises et restons à l'écart des emprunts d'Etat. Les actions européennes ainsi que celles des pays émergents, avec des niveaux de Price Earnings de 12, nous paraissent les plus attrayantes, bien que les perspectives de rendements soient de l'ordre de 7-9% par an dans la durée, et à condition d'accepter une forte volatilité.

Il nous semble, aujourd'hui, plus que jamais primordial de disposer du plus grand nombre d'outils de gestion disponibles pour naviguer dans cet environnement de forte incertitude. Les fonds à performance absolue permettent d'avoir un objectif de niveau de risque global plus modéré. HDF Global Opportunities a une exposition à la direction des marchés autour de 30/40%. Sur HDF Multi Strategies, nous restons très diversifiés en termes de gérants et de stratégies à performance absolue sur toutes les classes d'actifs. Nous continuons de privilégier les gérants réactifs, ayant une très bonne gestion des risques au sein de leur portefeuille et une bonne compréhension de l'analyse macroéconomique.

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 28 mai 2010

PERFORMANCES AU 14 MAI 2010, EN EURO

			2010 YTD	5 ANS	10 ANS
MULTI STRATEGIES	HDF Multi Strategies Part A EUR(ex HDF Multi Alternatives)	Objectif			
	HDF Multi Reactive Part A (ex HDF Trading) *	Gain absolu	2.42%	21.58%	53.25%
	Xiphias Investissement **	Gain absolu	1.75%	33.67%	(1)
	HDF Capital Appreciation Part A	Gain absolu	2.35%	32.49%	90.78%
MULTI STRATEGIES FAIBLE VOLATILITE	HDF Arbitrage Low Vol Part A	Gain absolu	0.01%	16.31%	45.50%
	HDF Global Arbitrage	Gain absolu	2.72%	15.29%	42.89%
	Indice EONIA		0.13%	13.79%	33.43%
FIXED INCOME LONG-SHORT	HDF Optimix Part A *	Gain absolu	4.71%	7.79%	(1)
	Moy. de la catégorie "Oblig. Intles" Morningstar		5.20%	13.34%	-
ACTIONS LONG-SHORT	HDF Global Opportunities Part A EUR	Gain absolu	-0.08%	17.91%	50.63%
	HDF Europe Long/Short *	Gain absolu	0.51%	19.76%	(1)
ACTIONS CONTRE INDICES	HDF Global Equity Part A EUR	Gain relatif	7.41%	33.58%	41.41%
	Indice MSCI World (a)		12.04%	13.16%	-27.32%
	HDF Europe Equity Part A	Gain relatif	-2.48%	25.98%	23.77%
	Indice MSCI Europe (a)		-0.96%	8.35%	-19.39%
	HDF Emerging Markets Equity Part A EUR	Gain relatif	8.31%	77.82%	106.46%
	Indice MSCI Emerging Markets (a)		11.84%	108.91%	169.05%

* Performance estimée. Valeur liquidative mensuelle. (a) Dividendes réinvestis. (1) Fonds n'ayant pas suffisamment d'historique pour la période considérée. ** au 30/04/2010
Source: © 2010 Morningstar, Inc. Tous droits réservés. HDF Data Center

« Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente ni une recommandation d'investissement. Un investissement dans un des OPCVM mentionnés dans ce document ne devrait être considéré qu'après avoir consulté son prospectus ou sa notice d'information afin de prendre connaissance de la nature du produit, de ses caractéristiques et des risques auxquels il peut être exposé. »