Le point sur notre stratégie d'investissement

Décembre 2011

Executive summary

Nous nous attendons, pour 2012, à une continuation du « Muddle-Through ». Aucune mesure forte à attendre du politique, ce seront encore les banques centrales qui seront à la manœuvre avec des mesures de « quantitative easing » diverses et variées qui seront mises en place à chaque nouvel accès de faiblesse des marchés et sans grande coordination internationale. **Cette perpétuation du Ponzi scheme de la dette est certes sous-optimale à moyen terme car elle ne conduit pas aux allocations de capital les plus efficaces, mais elle est socialement donc politiquement préférable aux mesures plus radicales qu'il faudrait employer si on visait vraiment à son dégonflement.** Dans ce scénario central, les banques sont amenées à jouer un rôle de transformation massive, empruntant à presque rien pour prêter aux états un peu plus cher, et peuvent ainsi, subrepticement, continuer de se recapitaliser.

La sortie de la Grèce de la zone Euro, probable et aujourd'hui largement anticipée et préparée, ne saura remettre en cause ce régime. Il faudra une grave crise de la balance des paiements et un effondrement d'une grande devise, causée par une grève des créanciers qui auront choisi de prendre leur perte, pour que cette perpétuation soit interrompue. Nous n'entrevoyons pas vraiment que ce scénario puisse apparaître en 2012, et parions plutôt que l'Allemagne saura imposer sa vision de l'Europe à ses partenaires clés plutôt que d'avoir à faire cavalier seul, et que la Chine et autres états créanciers de la planète préfèreront pour le moment continuer de jouer le jeu et de ne pas causer un effondrement du dollar. Cela dit, un calendrier électoral chargé dans les prochains mois, y compris en France puis aux Etats-Unis, et quelques tensions géopolitiques autour du pétrole pourraient en théorie diminuer la visibilité et augmenter le risque, nous y resterons donc très sensibles dans nos allocations et nous veillerons à avoir les protections en place dans nos portefeuilles pour y faire face.

La stratégie directionnelle qui devrait pouvoir structurellement le mieux bénéficier de cet environnement 2012 est le crédit, au fur et à mesure qu'il se confirmera que le taux de défaut réalisé restera faible au regard des rendements disponibles.

Sur les autres classes d'actifs, les meilleures opportunités en terme de rendement risque, si pas de rendement pur, viendront plutôt sous forme (i) de **stratégies d'arbitrage** permettant à des gérants ayant des vues fondamentales ou thématiques durables et une bonne connaissance des dossiers idiosyncratiques de s'exprimer sans être trop à la merci du bruit de marchés (on évitera les gérants fondamentaux trop directionnels) et (ii) de **paris directionnels tactiques**, pris par d'autres gérants capables, eux, en moyenne, de bien anticiper les retournements de tendance « macro » (ils pourraient par exemple en ce moment profiter de l'excès de pessimisme pour jouer une hausse technique de 10 à 15% et une surperformance asiatique et européenne). Deux domaines pour lesquels c'est au sein de la gestion alternative qu'on trouvera les meilleures expertises.

A plus long terme, nous restons soucieux de travailler avant tout à la **conservation de la valeur réelle du patrimoine** de nos investisseurs, considérant les différents modes

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF
La Haute Définition Financière

de confiscation qui finiront pas se matérialiser : dévaluation ? inflation ? défaut ? impôt ? prix administrés ? et sachant qu'entre un mode et un autre les effets sur les différentes classes d'actifs seront extrêmement différents. Une fois le problème posé en ces termes, ni l'immobilier, ni le compte à terme, ni l'assurance vie investie massivement en obligations d'états, ni même l'or ne nous paraissent la solution idéale, car il est peu vraisemblable que sortir à temps d'une surexposition à l'un de ces supports, lorsque cela s'avèrera nécessaire, sera très facile. Une gestion prudente passe par une diversification dès aujourd'hui qui ne se mesure plus uniquement en termes d'exposition à différents marchés mais qui se mesure aussi en termes de formats et de contreparties opérationnelles. Pour **construire un portefeuille anti-confiscation vraiment solide et tout-terrain** il faut donc aller plus que jamais chercher toutes les expertises, où qu'elles soient, et les utiliser aussi longtemps qu'elles restent pertinentes. C'est ce que, modestement, et en tâchant tous les jours d'apprendre de nos erreurs, nous voulons continuer à faire, pour vous apporter le profil de risque le plus adapté à un contexte difficile, et pour continuer de mériter votre confiance.

Outlook global

Après un début plutôt insouciant, l'année 2011 fut marquée par un retour au pessimisme, dès qu'il apparut que les grands déséquilibres bilanciels occidentaux ne trouveraient pas de résolution facile et heureuse. Les montagnes de dette posant problème et accumulées au cours des décennies précédentes (16 trilliards en équivalent euros globalement) n'ont en effet pas encore vraiment commencé à fondre, et même si des efforts de recapitalisation ici et là ont indéniablement eu lieu, on est encore très loin d'avoir jeté les bases d'une diminution substantielle du risque systémique qui y est associé. Il est malheureusement plutôt manifeste que des désaccords politiques profonds à la tête des grandes zones, et notamment en Europe, vont encore longtemps dominer la scène macro-économique. Dans un papier récent, Roger Prince, de Bridgewater, écrivait qu'il n'y a que trois manières possibles d'organiser les transferts massifs de richesse réelle indispensables pour qu'on ait un retour durable à l'équilibre: un grand épisode d'inflation, tel que celui de l'après-guerre, ou des années 70, une imposition patrimoniale de l'ordre de 30%, ou des abandons massifs de créances et des défauts. On confisque soit les détenteurs de rente à taux fixe, soit les patrimoines quelles qu'en soient la nature et la composition, soit les créanciers, à qui on peut toujours reprocher d'avoir été imprudents. On pourrait rajouter à cette liste d'outils organisant le transfert de richesse réelle et la résorption des déséquilibres: la dévaluation massive, qui confisque les détenteurs étrangers d'actifs nominaux et les consommateurs importateurs, et aussi les diverses techniques protectionnistes et interventionnistes en matière de prix et de loyers (on se permettra de ne pas inclure la guerre dans cette sombre liste des outils de confiscation même si l'Histoire n'est pas avare en exemples).

Ce ne sont donc pas les solutions qui manquent, mais plutôt, comme toutes sont coûteuses politiquement, le volontarisme politique à décider et à choisir la répartition entre elles. On a bien commencé à voir nombre de petits pas dans ces différentes directions,

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

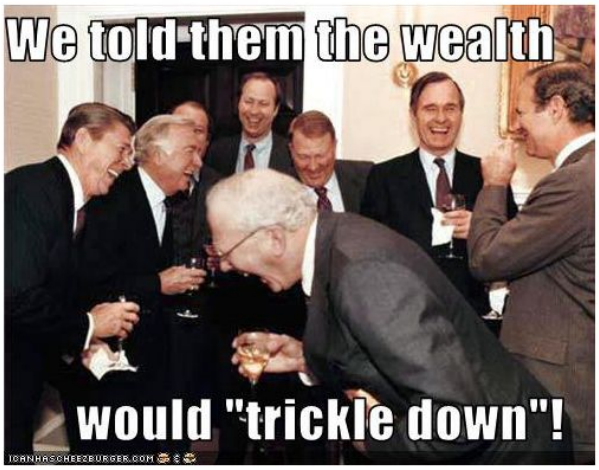
HDF
La Haute Définition Financière

mais rien de massif encore, plutôt des ballons sonde.

Pour l'essentiel, on assiste plutôt pour le moment, au contraire, à une aggravation des déséquilibres systémiques et à une perpétuation du Ponzi scheme. Les banques se transforment en effet en agence d'état, empruntant aux banques centrales à presque rien pour re-prêter aux états à pas grand chose, empochant au passage un "spread" (écart de taux) qui, sur de très grandes masses, leur permet une recapitalisation lente et totalement gratuite, sans contrepartie, ce qui pourrait, à défaut d'être moral, au moins aller dans la bonne direction du point du vue de l'abaissement des risques systémiques si cela ne donnait aux états occidentaux et en particulier aux États-Unis l'impression que, à l'instar du Japon, ils peuvent au fond laisser filer encore plus loin leurs déficits, tant que leur devise tient et que leurs taux longs baissent. Un phénomène similaire a lieu en Chine, où le secteur des SOE (state owned entreprises) monopolise les flux de capitaux. En attendant, les acteurs economiques privés ont plus de difficultés à accéder au crédit à de bonnes conditions ("crowding-out").

Tant qu'on ne prendra pas le taureau par les cornes et qu'on maintiendra coûte que coûte le Ponzi scheme actuel en place, les allocations de capital ne seront pas optimales, mais il est probable que, tant qu'elle sera possible, cette ligne de moindre difficulté sociale et de plus grande popularité électorale continuera d'être choisie par chaque gouvernement au détriment des objectifs de plus long terme. La rationalité politique a pris le pas sur la rationalité économique, et l'analyse macro-économique est obligée d'en tenir compte. Et ce qui est vrai au niveau de chaque pays, dans sa dimension de politique intérieure, est vrai également sur la scène internationale en terme géo-politique, car on voit mal une administration chinoise en phase de transition, pas plus d'ailleurs que les autres nouveaux états riches de la planète, ne pas préférer un statu quo, commencer de refuser de financer l'Occident, et accélérer le mouvement de l'histoire vers sa phase suivante, pleine d'opportunités, sûrement, mais aussi pleine de dangers.

C'est pourquoi nous continuons de privilégier, pour 2012, le scénario de muddle-through que nous avions mis en évidence dès l'année dernière comme scénario central.



Perspectives pour les différentes classes d'actifs

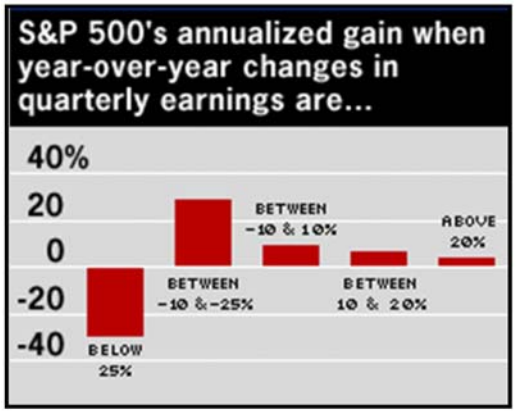
Voilà pour la trame centrale et le scenario moyen, largement inchangés:

A / Des marchés actions qui jouent à se faire peur mais qui restent au fond dans des ranges assez étroits. Comme le montre le chart ci-dessous, ce n'est pas parce que les anticipations de croissance sont modestes ou

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF La Haute Définition Financière

négatives que le comportement boursier est nécessairement négatif:



S'il est très probable que l'Europe n'évitera pas la récession, et s'il est également probable que les Etats-Unis feront mieux, cela n'entraîne absolument pas que les évolutions respectives de leurs marchés actions auront des dynamiques correspondantes.

B / Des marchés de crédit offrant de belles opportunités là où les spreads se sont écartés du fait de réflexe de peur et à cause des marques encore très vives laissées par 2008.

C / Sur les marchés des changes, une guerre des devises en trame de fond qui continue mais qui ne se traduit que par des appréciations fort modestes des devises correspondant aux états ou blocs les plus solides.

D / Sur les marchés de dette d'état, mis à part le cas des états européens non souverains sur leurs devises, que l'on se doit de traiter à part, on devrait s'attendre à un statut quo généralisé. Pas de potentiel d'appréciation significatif, les taux étant déjà au plancher, au moins en Occident, mais pas non plus de remontées puisque dans ce scénario central les acteurs sont tous mis à contribution pour maintenir cette clé de voûte du Ponzi sheme en place.

E / Des marchés de matière première qui pourraient voir se continuer les thèmes déjà proposés l'année dernière, sur fond d'une meilleure tenue marginale des denrées agricoles que des métaux de base, l'énergie étant elle bien plus soumise aux aléas géopolitiques et donc très difficile à prévoir mais restant contrainte par une force de retour à la moyenne: tant qu'on reste dans le scénario central marqué par un équilibre subtil entre les forces inflationnistes et déflationnistes, pas de hausse massive possible durablement des prix de l'énergie, car une telle hausse créée des conditions d'affaiblissement du dynamisme économique venant immédiatement peser sur la consommation, et vice versa. Il faudrait choisir de sortir du Ponzi scheme par une inflation massive pour que le scénario de hausse forte et durable du prix des matières premières (et de l'or) soit à nouveau d'actualité.

Analyse par zones géographiques

Dans un tel environnement, on s'attendrait quand même à quelques évolutions relatives, opposées à celles qui ont prévalu jusqu'ici, et dont nos gérants pourraient profiter:

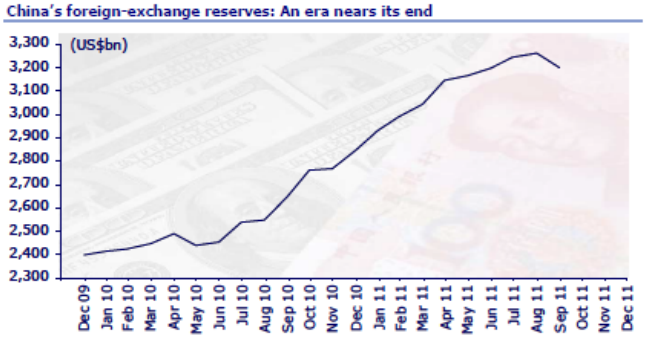
1. Les Etats-Unis

L'année dernière, nous avions anticipé une possibilité pour les marchés américains d'actions de plutôt bien performer, du fait de l'attention amicale que leur porte toujours la Fed (put Bernanke). Nous notions aussi une autre motivation probable à une politique très laxiste de la Fed: accélérer la survenue de problématiques d'inflation dans les pays liant

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF La Haute Définition Financière

"indûment" leur devise au dollar, comme la Chine, escomptant ainsi les obliger à réévaluer, et obtenir en conséquence un retour de compétitivité pour l'Amérique. Nous pensons que cet état d'esprit est toujours présent à la FED, mais il convient de noter un certain nombre de points qui relativisent pour 2012 la capacité de ce facteur à continuer de jouer un rôle positif. D'abord, une poursuite du quantitative easing est largement escomptée. La FED elle-même a pour ainsi dire promis de laisser les taux au plancher encore 2 ans au moins. Ensuite, il devient apparent que la Chine ne tire plus un avantage si clair d'une soi-disant sous évaluation de sa devise. Des gains salariaux très substantiels sont venus rogner cet avantage au fil des dernières années, et même si le solde de son commerce extérieur est encore promis à un bel avenir, on a vu la balance des paiements chinoise, elle, passer dans le rouge en Septembre dernier, peut-être durablement.



Dans ce contexte, on voit mal comment les Américains pourraient chercher le bras de fer avec leur créancier plutôt que de chercher au contraire à leur donner des gages de bonne ou en tout cas de moins mauvaise conduite. On peut aussi à ce sujet relever le succès certain remporté par les thèses du Tea Party, et celles de Ron Paul, et on doit bien conclure de tout cela, dans une année électorale aux US, que s'il doit y avoir une surprise sur ce chapitre, ce serait sans doute que la FED fasse preuve de plus de retenue que ce que les marchés anticipent, plutôt que de moins de retenue.

Dernier phénomène à mentionner concernant les Etats-Unis, s'il est vrai que les chiffres du dernier trimestre 2011 ont plutôt agréablement surpris, et que l'immobilier semble avoir définitivement trouvé son point de stabilisation, il est bien moins rassurant de voir le taux d'épargne piquer à nouveau du nez. Tout se passe comme si l'irresponsabilité budgétaire de l'état faisait des émules auprès des consommateurs privés, et donne au minimum l'impression que les gains récents d'activité ne sont pas nécessairement renouvelables, même en cas de reconduite des exemptions fiscales. Et cela d'autant que le dollar s'est plutôt renforcé, fragilisant à nouveau les capacités exportatrices.

Pour résumer, tout a l'air d'aller mieux aux Etats-Unis, mais les bases de cet optimisme, qui s'est mis dans les prix, ne nous paraissent pas si solides, ce qui n'est pas sans rappeler le début 2011, et c'est bien pour cela que nous serions plutôt prudents concernant les Etats-Unis relativement aux autres zones, plus marquées par un pessimisme relatif qui nous parait lui aussi, dans l'autre sens, excessif.

2. Les marchés émergents et plus particulièrement la Chine

Dans le même temps, la situation pourrait bien s'être également modifiée pour les pays émergents, mais dans le sens opposé. On les voyait en effet, début 2011, confrontés à des problématiques de tension inflationnistes notamment du fait du renchérissement des matières premières qu'ils auraient à combattre par des mesures restrictives. La sous performance notable enregistrée durant l'année écoulée conjuguée au fait que, l'Inde mise à part, il semblerait que l'inflation soit à nouveau sous contrôle et permette d'envisager un assouplissement des conditions monétaires, tout ceci nous conduit à prévoir un meilleur comportement relatif sur 2012. Nous serions enclins à revenir sur les marchés émergents cette année d'autant que leur baisse très

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF
La Haute Définition Financière

marquée en fin d'année 2011 n'était pas tant liée à de mauvaises nouvelles domestiques qu'à la peur sans doute excessive que la crise européenne ne dégénère en un évènement plus brutal encore que la faillite de Lehman en 2008.

NB: en amont de changement significatifs dans ses équipes dirigeantes, nous recommanderions à nos lecteurs de s'intéresser aux vues de Bill Overholt sur la Chine, dont nous reprenons ici quelques extraits: *"From 1978 through 2002, China's leaders (Deng Xiaoping, Hu Yaobang, Zhao Ziyang, Zhu Rongji, Jiang Zemin) were charismatic, entrepreneurial, decisive, and risk taking. They thought big thoughts, made big changes, and took great risks. Sometimes, they lost big (Hu Yaobang, Zhao Ziyang), and sometimes they won big (Deng Xiaoping, Jiang Zemin, Zhu Rongji), but it was always big. Beginning in 2003, China shifted from charismatic to institutionalized leadership. Today's leaders are administrators, risk averse, incremental, pragmatic, unemotional, and colorless. Their predecessors were China's cosmopolitans. Deng Xiaoping was the leader who, unlike Mao, had spent formative years abroad, in France. Jiang Zemin and Zhu Rongji had their core career experiences in Shanghai, China's most cosmopolitan, most market-oriented city. In contrast Hu Jintao and Wen Jiabao, with core experiences in Tibet and Gansu, represent the localist reaction against Shanghai-style globalization. They speak for Michigan's resentment of New York-style globalization, competition, stress and inequality. What the new leaders will do remains a great enigma. Xi Jinping has been extremely cautious about articulating his opinions in order to ensure that his path to the top job does not lead off a cliff. But unlike his predecessors, he has the confidence that comes from being a princeling and from having some military background. (Hu's opponents have clubbed him mercilessly, albeit unfairly, for alleged weakness on national security issues.) Xi will take office at a time when pressures for resumption of political reform are so widespread that even the prime minister's calls for democratization have to be censored. Below Xi will be leaders who do have ambitious and outspoken agendas, for instance, Lee Yuanzhao's image of China leading the world through a globalization of talent and Bo Xilai's determination to show that a more traditionalist socialism can work. Their visions are partially inconsistent and the tensions between those visions could be either creatively dynamic or immobilizing. … China exhibits some signs of the Japan syndrome: premature hubris, emergent interest group power, an increasing predominance of the interests of the party- government-big company triangle over national economic interests, the snuffing of small-company dynamism. Without a resumption of reform, it will suffer some of the same gradual loss of dynamism".*

3. L'Europe et la zone Euro

Pour ce qui est de l'Europe, nous avions parié le mois dernier sur le fait qu'un excès de pessimisme, confirmé par le peu d'attention initiale portée par les opérateurs à la décision de la BCE de proposer près de 500 milliards de lignes de refinancement à 3 ans avec des critères d'éligibilité peu sévères en matière de collatéral, tout cela créait une opportunité d'embellie relative, et c'est ce qui s'est passé, même si dans des proportions encore assez modestes pour le moment. La baisse de l'Euro, lentement mais sûrement, apporte aussi ses effets bénéfiques à plus long terme puisque le problème essentiel, structurel, de la zone reste le manque criant de compétitivité de certains de ses membres.

Pour éclairer la suite, et comme d'ailleurs la plupart de nos gérants, nous préférons continuer de fonctionner par scénario. Nous prenons toujours comme invariant la préférence allemande pour des partenaires politiques articulant une vision suffisamment proche de la leur sur ce qui est nécessaire aujourd'hui pour réussir dans la globalisation, et ayant obtenu aux urnes un soutien de leur électorat sur une adhésion à ces principes incontournables. L'Allemagne ne veut rien imposer à personne, et reste farouchement démocratique et pro-européenne; mais elle dit simplement qu'elle ne veut pas faire partie, en Europe, de n'importe quel club monétaire. Ce n'est pas la taille du chèque à faire éventuellement qui la fera décider, mais

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF La Haute Définition Financière

uniquement la confiance que lui inspireront ses partenaires quant aux principes exprimés et quant à leur capacité politique de les mettre en application de façon effective chez eux. La voie des Eurobonds sera ouverte à l'intérieur du cercle encore à définir des pays qui auront démontré être sincèrement attachés à ce projet, quel qu'en puisse être le coût social, bien compris et annoncé sans artifice, d'ajustement à court et moyen terme.

Une immense responsabilité incombe donc aux candidats français au moment où la campagne électorale pour les présidentielles va en s'intensifiant. Et, plus particulièrement, les projecteurs seront braqués sur François Hollande. Saura-t-il faire le plein de voix sans effrayer les Allemands, y compris au sein du SPD? Pour éviter une dérive trop prononcée de la dette française, faisant suite à la perte prochaine, probable, du fameux AAA, faudra-t-il qu'il donne des gages plus précis de son allégeance à l'Euro et à certains principes de rigueur même au risque de se faire déborder par sa gauche ou par Marine Le Pen? Bien sûr il faudra surveiller aussi l'Italie et l'Espagne, et bien d'autres. Mais la BCE, pour ce qui les concerne, et en attendant, veillera au grain en catimini comme elle sait si bien le faire tant qu'on la laisse tranquille, et continuera d'assurer qu'on évite l'explosion. Notre pari est que le véritable sujet est la France et la lecture que feront les Allemands de la décision que prendront les Français en Mai. Le scénario central (80%?) est que Mr Hollande soit élu en s'étant suffisamment rapproché du SPD allemand (on retiendra l'apparition publique exceptionnelle d'Helmut Schmidt au dernier congrès du SPD dont l'invité d'honneur était François Hollande), ou que ce soit Mr Sarkozy qui soit réélu, dans les deux cas ayant été clairs sur leurs programmes, et dans ce cas on évite la rupture et un scénario plutôt favorable, au moins en relatif, se dessine.

Dans le cas contraire, l'Allemagne sort « temporairement » de l'Euro, qu'elle laisse au gros peloton des pays du centre et du sud de l'Europe, qui en feront alors ce qu'ils voudront, et on a des réactions bien plus négatives sur presque tous les marchés.

Les stratégies à retenir pour 2012

Pour récapituler, notre scénario central est que les marchés évolueront en 2012 dans des ranges assez modestes, les Ponzi scheme de dettes publiques se voyant refinancés (indirectement, à travers les banques) par les banques centrales et donc maintenus, pour le moment, tels quels.

Dans ce scénario certains mouvements relatifs au sein des marchés actions sont évidemment possibles, typiquement plutôt dans le sens opposé à ce qu'on a pu voir se dérouler en 2011, avec cette fois une sous-performance des US, et peut-être aussi un retour technique sur les financières, très décriées aujourd'hui mais qui pourraient bénéficier d'un regain d'intérêt dans la mesure où la stratégie actuelle des politiques leur est au fond plutôt favorable (puisqu'elles se recapitalisent sans avoir à émettre d'actions) même s'il est de bon ton de prétendre le contraire.

Les stratégies long short actions qui ont passablement souffert en 2011 pourront-elles mieux se comporter en 2012? Nous le pensons à condition de se montrer très sélectif, de n'accepter de risque directionnel que de la part de gérants capables d'anticiper et de naviguer correctement la carte macro, et de se limiter pour le reste à des gérants soucieux de maintenir des expositions nettes constamment faibles *.

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF
La Haute Définition Financière

** Parmi ceux-ci, nous regardons de très près l'émergence d'un segment tout petit encore mais qui pourrait grandir, celui des gérants qui portent une attention renforcée, au moment de choisir les sociétés qu'ils mettent en portefeuille, aussi bien du côté long que du côté short, à des critères non exclusivement financiers tels que la qualité de leur gouvernance, leur capacité d'adaptation et d'innovation, et leur souci de se maintenir en symbiose positive avec leur environnement au sens large (pas uniquement actionnaires mais aussi clients, employés, collectivité, environnement, régulateurs). Sans que de tels gérants soient à mettre dans la catégorie « ISR » (investisseurs socialement responsables), ils s'y apparentent souvent en partie par certains choix d'investissements. Mais leur motivation est bien différente, et en cela ce sont bien des gérants alternatifs, au plein sens du terme. Ils ne procèdent pas par exclusion a priori, ni de façon dogmatique, mais cherchent simplement à optimiser le rendement ajusté du risque sur des horizons plus longs que ceux typiquement soumis aux flux des nouvelles financières. Leur pari est double. D'une part ils observent qu'il vaut mieux investir dans des entreprises soucieuses de durabilité et ayant elles-mêmes une bonne gestion des risques de moyen et long terme que le contraire, et qu'il peut être très efficace, surtout dans ces phases de marché peu porteuses pour les actions, de se couvrir en utilisant du côté « short » plutôt des actions de sociétés ayant les caractéristiques contraires. D'autre part, ils pensent aussi pouvoir globalement bénéficier de ce que ces thématiques seront à l'avenir de plus en plus retenues comme pertinentes, conduisant à un re-rating qui bénéficiera à leur portefeuille. Et il est vrai qu'on voit de plus en plus d'équipes d'analyse « ESG » fleurir ici et là, et d'outils de monitoring de la performance non financière des sociétés qui, s'ils laissent parfois à désirer et semblent parfois facilement manipulables, traduisent néanmoins un réel intérêt pour le concept et accrédite la possibilité d'un « re-rating » généralisé dont il serait dommage de ne pas chercher à profiter.*

En matière de stratégies « EVENT », il est sans doute trop tôt encore pour imaginer le déchaînement d'activité de haut de bilan que les montants très significatifs de cash aux mains des CFOs d'entreprise auraient à d'autres époques suggéré, car la visibilité de moyen terme continuera de manquer; mais on pourrait continuer de voir une assez forte activité de share buy-back qui devrait donner un certain soutien au marché et offrir des opportunités de valeur relative à nos gérants.

Dans ce scénario toujours, les marchés de crédit sont sans doute ceux où les opportunités directionnelles seraient les meilleures, mais à condition de rester flexible et sur des maturités suffisamment courtes. A ces conditions on envisagera d'aller sur les marchés émergents, là où notre avantage compétitif quant à la recherche d'expertises locales peut jouer à plein.

Les opportunités d'arbitrage et de valeur relative sur marchés de taux et de crédit, principal moteur de performance en 2011 pour nos portefeuilles resteront bonnes, vu les masses colossales en jeu et la possibilité qui sera donnée aux plus experts de profiter de la présence de quantité d'acteurs moins sophistiqués mais néanmoins contraints de participer de façon substantielle, pour des raisons réglementaires ou autres, aux mêmes segments de marché.

Après tout, le coût d'utilisation d'experts comme on peut en trouver au sein de l'univers de gérants alternatifs est d'autant plus justifié qu'on peut se dire que la dispersion dont ils pourront bénéficier sera forte et que l'avantage compétitif dont ils disposent face à l'intervenant "moyen" de ce marché s'avérera substantiel.

Dans ce scénario toujours, les marchés des changes ne feront pas grand chose. L'or pourrait continuer à bénéficier d'un tel environnement vaguement délétère, surtout depuis que le marché immobilier un peu partout commence à ressentir les effets de politiques restrictives ou confiscatoires, mais les excès de l'été 2011 conduisent à présent à une plus grande prudence, d'autant que le catalyste pour un mouvement de grande ampleur à la hausse, à savoir une inflation déclarée, n'est pas encore en vue. L'or pourrait valoir 2000 mais aussi 1400 à la fin de l'année 2012.

Nous serons intéressés aussi à revenir sur les gérants actifs sur les ressources naturelles, aussi bien des gérants systématiques que discrétionnaires, mais en évitant les positionnements trop directionnels. Il devrait y avoir amplement à faire en matière de valeur relative, grâce à une dispersion qui, contrairement aux autres classes d'actifs, ici, se

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF
La Haute Définition Financière

maintient, sans avoir trop à parier sur des thématiques haussières qui, lorsqu'elles se retournent, peuvent coûter très cher, comme on l'a vu sur le pétrole en Mai 2011.

Les risques à ce scenario central de muddle-through ?

Qu'est-ce qui pourrait nous faire sortir de ce scénario central de "Muddle Through" et comment se prémunir contre les effets d'un tel événement?

On pense évidemment à une implosion de l'euro, thème déjà abordé ci-dessus. Mais on peut aussi imaginer que des créanciers se révoltent contre les États-Unis, et que ce ne soit pas une implosion de l'euro mais du dollar à laquelle on ait à faire face initialement. Cela peut paraître peu vraisemblable et pourtant il faut bien se dire que, un jour ou l'autre, tout Ponzi scheme s'arrête. Et qu'est-ce qui, mieux qu'une crise aiguë de la balance des paiements et de la devise, peut obliger un gouvernement à accepter de regarder les choses en face et à ne plus recourir à des expédients pour maintenir les choses sur un statu quo? On dit souvent que le Japon montre la voie, peut-être parce que sa démographie a 20 ans d'avance sur la démographie de bien d'autres pays industrialisés. Peut-être 2012 verra-t-il un fort retournement sur le Yen qui sonnera le glas de cette vision consistant à penser qu'on peut toujours ajouter de la dette à la dette? Ce n'est pas notre scénario central, une fois encore, mais si certains de nos gérants trouvent des opportunités nous permettant de construire des protections contre ces risques extrêmes, dont nous pensons qu'ils auront cette fois une propension à se manifester sur les marchés des changes d'une manière qui tranchera avec la placidité dont ils ont fait preuve jusqu'ici, nous chercherons à en faire profiter nos portefeuilles.

La nature des incertitudes et l'impossibilité de prévoir sur quelle classe d'actifs les ruptures de régime seraient les plus brutales en cas de fort dérapage des marchés, sachant que cela pourrait être d'abord le marché des changes qui se réveille mais que d'autres dislocations apparaîtraient alors, nous conduisent à penser qu'une utilisation renforcée des stratégies systématiques, capable de rapidement prendre les tendances où qu'elles soient, aura tout son sens. Ce type de fonds a contribué de façon positive à nos résultats en 2011, en partie du fait de la bonne sélection que nous avions faite, car il y a une assez forte dispersion à l'intérieur de ce segment, mais aussi parce qu'ils ont été effectivement capables de produire des résultats négativement corrélés aux marchés actions. Notre réponse à l'existence de risque de sortie prématurée du « muddle through » trouvera donc son expression dans une utilisation que nous prévoyons marginalement plus intensive en portefeuille de produits structurellement décorrélants, aussi bien certains de fonds capables d'engranger de la volatilité quand elle est déprimée que de certains fonds systématiques.

Toutes les équipes d'HDF Finance et moi-même vous adressons nos meilleurs vœux pour 2012 et vous remercions pour votre confiance. Nous restons, par ailleurs, à votre disposition pour vous apporter des précisions quant à nos vues marchés, nos portefeuilles, et les performances.

Bien à vous,

Mr. Pierre Lenders
Directeur Général et Co-Directeur de la Gestion

Date de rédaction : 9 janvier 2012

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.

HDF
La Haute Définition Financière