

## EN BREF

## ÉTATS-UNIS

## «L'inflation à un niveau inquiétant», selon la Banque de réserve d'Atlanta

Le président de la Banque de réserve d'Atlanta Dennis Lockhart a estimé mercredi que la hausse des prix à la consommation aux Etats-Unis se situait à un niveau «élevé et inquiétant», qui justifierait un relèvement des taux à «tout moment» en cas de dérapage. M. Lockhart, qui s'exprimait lors d'une conférence universitaire à Atlanta (sud-est des Etats-Unis), a rappelé que l'inflation américaine sur douze mois avait atteint 5,6% en juillet, au plus haut depuis 1991. Il a relevé qu'au cours des trois derniers mois, les coûts supportés par une famille urbaine moyenne avaient crû en rythme annualisé de plus de 10%, dont les deux-tiers dus à l'augmentation des prix des carburants et de l'alimentation. - (afp)

## ÉTATS-UNIS

## Bond surprise des commandes de biens durables en juillet

Les commandes de biens durables ont affiché une hausse surprise de 1,3% en juillet par rapport à juin aux Etats-Unis, soutenues par les exportations qui sont devenues le ballon d'oxygène de l'économie américaine. C'est une bonne surprise pour les analystes qui tablaient sur une stabilité de cet indicateur. De plus, les chiffres du mois précédent ont été révisés en nette hausse pour faire ressortir une progression de 1,3% également. «Ce sont des chiffres meilleurs que prévu», qui sont «probablement soutenus par les exportations», a affirmé Marie-Pierre Ripert de Natixis. Mais «nous nous attendons à une performance moins positive dans les mois à venir car le resserrement des conditions de crédit pourrait devenir un frein pour certaines entreprises», a-t-elle ajouté. - (afp)

## ESPAGNE

## Le ralentissement se confirme

Le ralentissement économique de l'Espagne a été confirmé hier avec la publication par l'Institut national de la statistique (INE) des chiffres définitifs de la croissance du produit intérieur brut (PIB) au deuxième trimestre, qui a été de 0,1%, contre 0,3% au premier trimestre. - (afp)

## FRANCE

## Le pouvoir d'achat va baisser de 0,8% cette année

Le pouvoir d'achat en France va reculer en 2008 de 0,8% en France, plombé par la flambée des prix du carburant et de l'alimentation, indique une étude de 60 millions de consommateurs, le mensuel de l'Institut national de la consommation (INC), à paraître aujourd'hui. - (afp)

## ALLEMAGNE

## Détente sur le front de l'inflation

L'inflation en Allemagne a marqué le pas en août grâce au recul des prix du pétrole, laissant espérer un repli progressif des prix dans les mois à venir à même de soulager les consommateurs, selon des chiffres annoncés hier. Les prix à la consommation ont augmenté de 3,1% sur un an, selon des chiffres provisoires annoncés mercredi par l'Office fédéral des statistiques de Wiesbaden (Destatis). Le chiffre est meilleur que prévu par les économistes sondés par l'agence Dow Jones Newswires, qui avaient parié sur 3,2% dans leur consensus, après 3,3% en juillet, un sommet depuis quinze ans. Comparé à juillet, les prix ont baissé de 0,3%. Ce recul est «dû surtout aux baisses de prix relativement fortes du fuel de chauffage et du carburant», explique Destatis dans un communiqué. - (afp)

## TURBULENCES FINANCIÈRES

# Philipp Hildebrand loue les vertus d'un double système bancaire suisse

Tirant la leçon des tumultes, le vice-directeur de la BNS ne veut pas se limiter à «combattre la dernière guerre» mais à se préparer pour la prochaine crise.

PIOTR KACZOR  
À ZÜRICH

La Suisse peut s'enorgueillir de l'avantage considérable d'un double système bancaire. Avec d'un côté les établissements bancaires de moindre dimension qui n'ont pas été impliqués dans la crise financière, relativement immunisés contre les turbulences dramatiques des marchés. Sauf bien sûr pour ce qui concerne les effets secondaires subits au niveau du recul des transactions et des commissions. Du moins en comparaison avec les Etats-Unis, où une deuxième déferlante s'apprête à frapper de plein fouet les banques

provinciales», expliquait Philipp M. Hildebrand, vice-président du directoire de la Banque Nationale Suisse (BNS) dans le cadre d'un exposé tenu à Zurich sur les «Enseignements à tirer des turbulences financières», en préambule à la remise officielle des Prix Etudes Jeffries 2008, récompensant des mémoires d'étudiants de HES.

## Accent mis sur les produits

Cette double approche du système bancaire helvétique n'est d'ailleurs pas pour déplaire aux établissements de gestion de fortune ou à la plupart des banques épargnées par la crise. Ceux-ci ne voient en effet pas d'un très bon œil les mesu-

res de renforcement des fonds propres étudiées par la Commission fédérale des banques (CFB) pour tirer les leçons des déboires essuyés par UBS sur le marché du crédit américain. Philipp M. Hildebrand a néanmoins assuré que «dans le cadre du mandat légal qui nous est confié en vue d'apporter notre contribution à la stabilité financière, la BNS continuera de soutenir la CFB lors de l'application des mesures prévues». Il n'en a pas moins tenu à tirer un autre enseignement de la crise actuelle. Dans la mesure où «toutes les analyses possibles sur les défauts possibles du système ne nous permettront pas de prévoir avec précision com-

ment se présentera la prochaine crise. Ce qui vaut aussi pour les dispositions réglementaires. Si nous nous concentrons excessivement sur les mesures qui auraient pu prévenir la crise actuelle, nous courons le danger d'être mal préparés pour la prochaine, sans doute bien différente. «Fighting the last war» (combattre la dernière guerre) est certes indispensable s'agissant de l'analyse des problèmes et des causes. Mais ce ne saurait être une condition suffisante pour une prévention efficace.» Le vice-président de la BNS propose d'ailleurs de concentrer les questions de dotations suffisantes en fonds propres sur les produits financiers respon-

sables de la crise, autrement dit les produits à effets de leviers (endettement). C'est l'un des points essentiels, avec celui de la notation des produits par les agences de ratings, à prendre en compte pour corriger les excès coupables. Et d'évoquer à cet égard les recommandations du Financial Stability Forum (FSF) conseillant «à l'avenir de prendre ces positions dans le bilan ou au moins d'inclure une réflexion sur les conséquences d'une reprise des produits risqués dans le bilan des banques».

## Sans illusions sur les bonus

Car «trop d'établissements se sont soustraits à cette responsabilité».

Enfin Philipp Hildebrand considère que «les systèmes de bonus et de rémunération développés à mauvais escient ont joué un rôle central dans la dynamique qui a donné lieu aux conséquences dramatiques actuelles». Même s'il déclare ne se faire «aucune illusion» sur les mesures de révision à prévoir à ce sujet. Se voyant finalement offrir une caisse de précieux nectar, il a fait allusion avec humour à une règle suivie par Fritz Leutwiler, l'un des ses lointains prédécesseurs, en matière de cadeaux: «n'accepter que ceux qui peuvent être consommés dans la journée».

[p.kaczor@agefi.com]

## PLACEMENTS

# Les hedge funds rejoignent les obligations convertibles sur le devant de la scène

Le rendement total des fonds alternatifs a été de 12,97% au 31 juillet contre 14,23% pour les obligations convertibles. Les actions restent à la traîne avec 9,72%.

GIUSEPPE MIRANTE\*

Les intempéries de marchés, dont il était question lors de notre article du mois passé, semblaient s'être enfin calmées à la mi-juillet, et les actions, financières en tête, repoussaient à nouveau vers le haut. Cette embellie n'a finalement été que passagère, vu que les bourses mondiales revoyaient leur niveau le plus bas à la fin août 2008.

Dans ce contexte, nous évoquons l'excellente tenue des obligations convertibles comme instrument de prédilection par rapport aux actions afin de traverser les tempêtes (lire «L'Agefi» du 3 juillet 2008). Ceci est bien entendu toujours plus vrai.

Cependant, un autre produit concurrent semble faire parler de lui depuis le début de l'année. Tout comme une mode qui avait finalement été oubliée dans les marchés actions flamboyants de la période 2003-2007. Il s'agit bien évidemment des hedge funds, c'est-à-dire de fonds réputés sophistiqués, capables de performances hors-du commun, à tel point qu'ils ont l'appellation anglo-saxonne de «smart money». Ce n'était du moins que la renommée de ce type de véhicule à la fin des années 90. Ceci

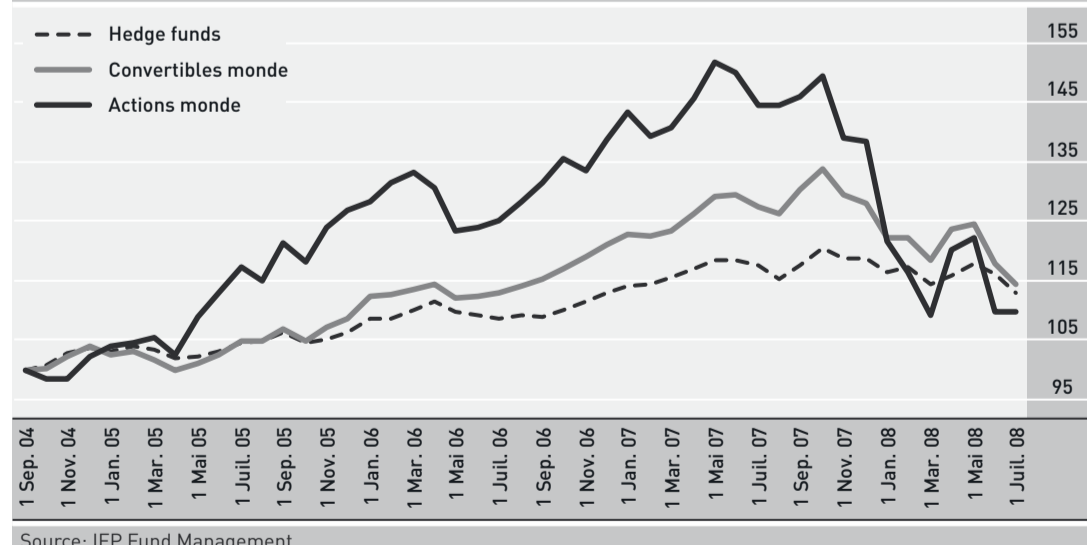
jusqu'à ce que les investisseurs se rendent compte du fait que les rendements promis n'ont finalement pas fait mieux, voire souvent même pire, que les véhicules classiques d'investissement. Car finalement, les meilleurs hedge funds, les plus «smarts», n'étaient pas ouverts aux communs des mortels, et que leur nombre pouvait certainement se compter sur les doigts d'une main.

## Les banques très friandes de «smart money»

Toutefois, ce filon a été fortement exploité par la plupart des banques et autres sociétés financières, notamment en Suisse, et surtout par le biais de fonds de fonds, voire même, aussi absurde que cela puisse paraître, par des fonds de fonds de fonds (sans fautes de grammaire!), qui ne sont, au bout du compte, qu'une manière de traire les investisseurs par la multiplication des intermédiaires financiers, donc de leurs commissions, et ceci sans valeur ajoutée aucune. Mais, soit, la comparaison mérite d'être entreprise.

Le graphique ci-contre montre l'évolution des obligations convertibles mondiales (UBS Global Convertibles en CHF), des ac-

## CONVERTIBLES VS HEDGE FUNDS VS ACTIONS (EN CHF)



Source: IFP Fund Management

tions mondiales (MSCI World Index en CHF), et de l'indice Credit Suisse/Tremont AllHedge index (en CHF), qui, à l'inverse de l'indice principal du même fournisseur, montre l'évolution de la performance des hedge funds dans lesquels il est possible concrètement d'investir, c'est-à-dire en excluant complètement les fonds fermés. Malheureusement, ces statistiques ne démarrent qu'au 30 septembre 2004. Par contre il est déjà possible de faire quelques considérations, vu que depuis 2004 les marchés

ont connus deux belles tendances, une clairement à la hausse, et l'autre à la baisse.

## Hedge funds et convertibles à égalité face au risque

Ainsi, le rendement total des hedge funds a été de 12,97% en CHF au 31 juillet 2008, soit 3,23% annuellement. Les actions ont, quant à elles, évolué de 9,72%, soit annuellement 2,45%. Les obligations convertibles ont la performance la plus élevée avec un 14,23% sur la même durée, soit 3,53% en annualisé. Au niveau du

risque pris, c'est-à-dire de la volatilité historique de ces trois classes d'actifs, les convertibles et les hedge funds ont un risque comparable oscillant entre 4,5% et 5%, les actions mondiales, étant quant à elles, des plus risquées avec une volatilité de bien trois fois plus périlleuse à 15%.

Ainsi, même s'il est probable que les meilleurs hedge funds peuvent éventuellement avoir une place dans une grille d'allocation d'actifs (pour autant qu'ils soient disponibles et achetables), il est par contre clair que les obli-

gations convertibles doivent être insérées dans le choix à disposition des investisseurs lors de la construction de leur portefeuille financier. Ceci d'autant plus que les performances peuvent s'avérer moins frustrantes que les hedge funds lors de marchés haussiers, et que finalement la fonction protectrice du capital, propre aux obligations convertibles, est comparable voire même plus efficace que celle des hedge funds. Ceci sans parler des autres risques et coûts d'acquisition de ces fonds: les fonds en obligations convertibles étant de simples fonds en valeurs mobilière de type obligataire (donc soumis aux réglementations les plus strictes en Europe et en Suisse), alors que les hedge funds, étant principalement basés dans des paradis fiscaux d'outre-mer à la législation peu contraignante par rapport à leurs gestionnaires, ne peuvent être acquis qu'en sous-poudrant de commissions les divers intervenants dans le cadre de fonds de fonds, de fonds, de fonds, de fonds...

\* Responsable de l'équipe de gestion des fonds IFP Fund Global Convertible Bonds chez IFP Fund Management SA, Pully [mirante@ifpfund.ch]