

## Point sur les turbulences de marché

Les marchés financiers sont extrêmement volatiles depuis début juin et ont même connu une dégradation plus importante depuis 3 semaines. D'abord causées par les problèmes touchant le « subprime US », les craintes se sont rapidement transmises à l'ensemble des crédits d'entreprise et plus particulièrement aux produits à effet de levier, dérivés et CDO. Sont mis au banc des accusés les agences de notation, qui auraient attribué des notations AAA à certains de ces produits sans avoir le recul et l'expérience suffisante, mais également les investisseurs qui ont trop facilement assimilé ces produits à des « quasi obligations d'état américain ».

Certains opérateurs, en particulier ceux ayant pris des risques élevés, devant le manque de lisibilité de la situation et dans la crainte d'une contagion à la sphère de l'économie réelle, ont fortement réagi en privilégiant à tous prix la liquidité immédiate de leurs placements.

Les gestions quantitatives à effet de levier de certains hedge funds ou de « prop desk » de banques ont particulièrement contribué par la vente de leurs positions « long » et le rachat de leurs positions « short » à la volatilité et à l'inefficience des marchés. De manière plus générale, le processus de deleveraging et la meilleure appréciation du risque ont aussi contribué à accentuer la volatilité.

### Comment se sont comportés les stratégies et nos gérants en gestions alternatives ?

**Long/Short Equity** : Comme dans chacune de ces situations par le passé (août 1998, octobre 2005, mai/juin 2006), les titres et les thèmes qui ont le mieux performé sur les derniers mois sont ceux qui baissent le plus. D'autre part, lorsque des positions importantes financées par le levier sont dénouées dans une course à la liquidité, comme ce fut le cas sur les premières semaines du mois d'août par un certain nombre de fonds d'arbitrage statistique, la revente des positions « long » et le rachat des positions « short » accentuent le mouvement et font baisser les « bonnes valeurs » et monter les « mauvaises valeurs », situation typique d'inefficience de

marché. Notons au passage qu'aucun de nos portefeuilles ne détient de fonds d'« arbitrage statistique market neutral », car cette stratégie nous a toujours paru avoir un couple rendement/risque peu favorable (un rendement faible et des risques élevés). Nos gérants exposés à hauteur d'environ 60% aux marchés subissent à court terme de manière variable l'impact des flux de liquidités et de l'inefficience des valorisations ainsi que de l'écartement des spreads. Cette situation devrait comme dans les crises passées se révéler temporaire.

**Risk Arbitrage / Event-Driven**: Pour les opérations de fusion-acquisition ou de situations spéciales, comme pendant toute période d'aversion au risque, le spread entre les prix de la société acheteuse et de la société vendeuse s'écarte et la prime de « spéculation » s'écroule laissant apparaître des pertes momentanées. Notons néanmoins qu'aucune opération initialement prévue n'a été jusqu'ici annulée, ce qui montre le fort soutien des projets industriels sous-jacent à ce cycle de M&A.

Globalement, nos fonds alternatifs actions enregistrent des baisses liées à la correction des marchés et à leur inefficience temporaire. Néanmoins, à ce jour, aucun accident notable n'est à signaler. En moyenne nos fonds affichent toujours des performances positives depuis le début de l'année.

Cependant, cette secousse désordonnée offre aujourd'hui un certain nombre d'opportunités car beaucoup de titres ont été vendus sans discernement dans une course à la liquidité. Nous sommes confiants sur la capacité de nos gérants à saisir ces opportunités et à les transformer en surcroît de performance.

**Stratégies Fixed Income et de Crédit** : Depuis près de deux ans nous avons remplacé les gérants crédit avec biais directionnel par des gérants très réactifs pouvant profiter de mouvements d'écartement de spreads. HDF Optimix parvient à préserver le capital sur la période juillet-août, les légères pertes sur le crédit étant compensées par des gains sur les positions « short » des gérants macro et ABS/MBS.

### Conclusion :

Dans cet environnement de marché, il est important de prendre un peu de distance et de souligner les éléments fondamentaux :

- Certains opérateurs vont enregistrer des pertes importantes, néanmoins les Banques Centrales s'efforceront de préserver une croissance globale de l'économie.
- La normalisation du marché du crédit nous semble saine et nécessaire pour éviter un emballement encore plus dommageable pour l'économie.
- La croissance mondiale devrait logiquement ralentir mais rester à un niveau toujours élevé, et l'impact de la crise du « subprime US » sur l'économie devrait rester limité. L'effet positif des nouvelles technologies et des réformes structurelles dans un certain nombre de pays sur l'économie mondiale va se poursuivre. Encore plus important, la contribution à la croissance mondiale des pays en voie de développement (offre de produits et de force de travail, demande de biens d'équipement et de consommation) ne va pas s'évaporer soudainement.
- L'inflation reste globalement contenue.
- Rien ne devrait fondamentalement changer au niveau des entreprises. Les bilans sont globalement sains, les carnets de commandes sont remplis, les profits toujours élevés et en ligne avec les prévisions. L'intérêt stratégique des acquisitions semble toujours présent même si, sur le court terme, des nouveaux projets sont mis en attente.
- Les valorisations sont devenues un peu plus attrayantes et constituent un très bon point d'entrée pour les nombreux investisseurs sous pondérés en actions depuis le rebond des marchés actions de 2003.

- Les périodes d'inefficience de marché provoquées par les crises de liquidité sont généralement suivies de périodes de retour progressif à l'efficience où les meilleurs gérants sont capables de surperformance.

En conclusion, l'analyse des fondamentaux et les nombreuses discussions récentes avec nos gérants nous amènent à penser que la volatilité persistera pendant un moment et que le retour progressif à des marchés efficients permettra à nos gérants de renouer avec les niveaux de performance atteints précédemment.

Rappel des fonds de fonds HDF concernés directement ou indirectement par la crise du crédit :

	Jun 2007	Juillet 2007	17/08/07 MTD	2007 YTD
<b>- Multi-Stratégie</b>				
<b>HDF Multi Alternatives</b>	+0.36%	+0.36%	-1.98%	+3.69%
<b>HDF Global Alternatives</b>	+0.12%	+0.20%	-2.79%	+3.58%
<b>- Multi-Stratégie faible vol.</b>				
<b>HDF Arbitrage</b>	+0.14%	+0.23%	-1.09%	+3.54%
<b>HDF Global Arbitrage</b>	+0.31%	+0.75%	-1.51%	+4.68%
<b>- Fixed-Income</b>				
<b>HDF Global Bond</b>	+0.21%	+0.05%	-0.77%	+1.79%
<b>HDF Optimix</b>	+0.19%	+0.44%	-0.77%	+3.66%
<b>- Actions Long/Short</b>				
<b>HDF Global Opportunities</b>	+0.69%	+1.55%	-4.58%	+3.43%
<b>HDF Global Long/Short</b>	+1.17%	+1.40%	-5.52%	+3.09%
<b>HDF Europe Long/Short</b>	+0.33%	+0.69%	-4.55%	+3.49%

Votre contact commercial habituel HDF se tient à votre disposition pour tout renseignement complémentaire.