

Performances de nos fonds de fonds durant l'été 2007

Suite aux turbulences des marchés de cet été (voir nos Flash Infos HDF du [22 août](#) et du [6 août](#)) il nous paraît utile de faire le point sur les performances de nos fonds de fonds ainsi que sur les perspectives de rendement sur les mois qui viennent.

Rendements de l'été 2007

A la lecture du tableau ci-dessous, on constate que les rendements de l'ensemble des fonds de fonds de notre gamme sont positifs depuis le début de l'année et négatifs en août. Les baisses des valeurs liquidatives sont la conséquence de la crise de liquidité où les positions longues et short sur les marchés obligataires et les marchés actions sont dénouées sans discernement et indépendamment de leur valeur intrinsèque.

	Juillet 2007	Août 2007	2007 YTD
Multi-Stratégie			
HDF Multi Alternatives	+0.36%	-1.68%	+4.01%
HDF Global Alternatives	+0.20%	-1.92%	+3.99%
Multi-Stratégie faible vol.			
HDF Arbitrage	+0.23%	-0.97%	+3.66%
HDF Global Arbitrage	+0.75%	-1.44%	+4.75%
Trading			
HDF Trading	+0.52%	-0.71%	+3.22%
Fixed Income			
HDF Optimix	+0.44%	-1.74%	+2.64%
Actions Long/Short			
HDF Global Opportunities	+1.55%	-3.87%	+4.20%
HDF Global Long/Short	+1.40%	-4.41%	+4.30%
HDF Europe Long/Short	+0.69%	-3.72%	+4.39%
Indices alternatifs Investissables			
HFRX Global Hedge Fund €	-1.52%	-3.17%	+1.09%
LYXOR MSCI Hedge €	+0.81%	-3.84%	+0.15%

Des pertes en ligne avec les risques pris

Les pertes constatées cet été sont bien entendu regrettables, mais leur ampleur est globalement en ligne avec les niveaux de risque de nos fonds de fonds et avec leurs expositions aux différents facteurs de marché. Parmi les différentes mesures du risque que nous utilisons chez HDF, on peut prendre la V@R 95% 1 mois pour illustrer notre propos : la perte de nos fonds de multi-stratégie en août a été en ligne avec leur V@R 95% 1 mois alors que la perte de nos fonds Fixed Income et actions Long/Short a dépassé leur V@R du fait de leur moins grande diversification que les fonds de multi stratégie et de leur plus

grande exposition aux dislocations et inefficiences temporaires du marché.

	V@R 95% 1 mois	Août 2007
Multi-Stratégie		
HDF Multi Alternatives	1.69%	-1.68%
HDF Global Alternatives	1.85%	-1.92%
Multi-Stratégie faible vol.		
HDF Arbitrage	1.23%	-0.97%
HDF Global Arbitrage	1.43%	-1.44%
Trading		
HDF Trading	1.47%	-0.71%
Fixed Income		
HDF Optimix	1.00%	-1.74%
Actions Long/Short		
HDF Global Opportunities	2.79%	-3.87%
HDF Global Long/Short	3.13%	-4.41%
HDF Europe Long/Short	3.19%	-3.72%

On rappellera ici que la V@R 95% 1 mois est la perte mensuelle qui peut être dépassée dans 5% des cas, à savoir une fois tous les 20 mois (1 an et demi).

Concernant plus spécifiquement nos fonds de fonds actions Long/Short, quatre raisons expliquent leur contre performance du mois d'août :

- Exposition directionnelle** : l'exposition de nos fonds de fonds actions aux marchés actions était d'environ 60 à 70% net long fin juin. Ces fonds ont donc été mécaniquement affectés par la baisse des marchés.
- Gestion dynamique de l'exposition** : les fonds alternatifs ont réduit leur exposition nette durant le mois d'août aux alentours de 55% afin (1) de limiter l'augmentation des risques, conséquence mécanique de l'augmentation de la volatilité et (2) de respecter leur politique de gestion du risque habituellement suivie dans des marchés en baisse (rappel de mi-juillet à mi-août : -10% aux USA et en Europe, -18% au Japon et sur les marchés émergents). Ainsi, nos fonds ont été moins capables de bénéficier du rebond du marché vers la fin du mois d'août.
- Allocation géographique** : d'après notre analyse macro-économique moyen terme, nous avons choisi de sous-exposer nos fonds de fonds globaux sur les USA, alors que cette

zone a sur-performé le reste du monde durant la crise du mois d'août.

4. **Dispersion – perte de rationalité:** la course à la liquidité a généré des ventes de « bons » titres et des rachats de « mauvais » titres sans discernement. Cela s'est traduit par une forte dispersion entre les titres, entre les secteurs, et à l'écartement des spreads sur les opérations de M&A (par exemple, en Europe durant le mois d'août, le secteur des Telecoms gagnait 5%, alors que celui des banques perdait 4.6% et l'indice MSCI Europe perdait 1%).

Concernant nos fonds de fonds alternatifs Fixed Income, les contre performances d'août s'expliquent pour les raisons suivantes :

- Tout d'abord, la crise du « subprime » n'était qu'un événement de nature « credit ». Les intervenants ont alors cherché à se protéger contre un écartement des spreads de crédit en achetant de la protection sur les marchés des CDS et/ou sur le marché des indices de crédit, tout en conservant leurs titres en portefeuille.
- Ensuite, la crise est devenue une crise de « liquidité », et les intervenants qui avaient le plus de difficultés à financer leurs positions ont du liquider leur portefeuille, c'est-à-dire vendre leurs titres et bien entendu simultanément dénouer leurs couvertures, déclenchant ainsi un écartement des spreads de crédit sur les titres et un resserrement de ces mêmes spreads sur les instruments de couverture.
- Enfin, les intervenants qui avaient conservé leur portefeuille couvert, à savoir ceux dont le bilan était solide ou qui n'avaient pas de difficultés particulières à se financer, ont vu la valeur de marché de leur portefeuille se déprécier puisque la valeur des couvertures n'évoluait plus en ligne avec la valeur des titres.

Que ce soit sur les marchés actions ou sur les marchés Fixed Income, nous estimons que cette situation de marché avec des écarts importants entre les valeurs de marché des instruments et leurs valeurs intrinsèques, conséquence de la crise de liquidité, est temporaire. Certes, cette situation anormale peut encore durer, mais les niveaux atteints par ces écarts représentent une opportunité de rendements importants sur le long terme.

Comparaison avec les précédentes crises

Les précédentes crises, comme par exemple la forte correction sur les marchés action de mai 2006, et surtout la crise de 1998, avaient fait l'objet de baisses mensuelles du même ordre de grandeur, voire parfois plus importantes :

	Pire mois 1998	Mai 2006	Août 2007
Multi-Stratégie			
HDF Multi Alternatives	-2,22%	-1.56%	-1.68%
HDF Global Alternatives		-1.66%	-1.92%
Multi-Stratégie faible vol.			
HDF Arbitrage	-1.46%	-0.77%	-0.97%
HDF Global Arbitrage		-0.65%	-1.44%
Trading			
HDF Trading		-1.47%	-0.71%
Fixed Income			
HDF Optimix		-0.02%	-1.74%
Actions Long/Short			
HDF Global Opportunities	-5.99%	-2.94%	-3.87%
HDF Global Long/Short		-2.70%	-4.41%
HDF Europe Long/Short		-3.82%	-3.72%

Comment limiter les pertes ?

Ces résultats en termes de limitation des pertes ont pu être obtenus grâce au processus de gestion HDF qui a été éprouvé durant de nombreuses années. A titre d'illustration, rappelons que :

- HDF n'a jamais été exposé à un accident sérieux sur un fonds de gestion alternative, et ce depuis plus de 20 ans.
- HDF s'attache à contrôler rigoureusement les risques extrêmes, ou « gap risks » (cf notre Flash Infos HDF de février 2007 intitulé [Comment gérer les risques extrêmes](#)). C'est en nous assurant que les gérants alternatifs interviennent dans des stratégies qui leur permettent de se protéger, que la profondeur des marchés sur lesquels ils interviennent est satisfaisante par rapport à la taille de leurs positions, et enfin que leur poids dans le portefeuille du fonds de fonds reste limité (dispersion des risques) que nous gérons les risques de pertes importantes. On pourra noter également que les fonds de fonds HDF ne sont pas investis dans les fonds quantitatifs qui ont défrayé la chronique cet été, tels que les CTAs ou les fonds d'arbitrage statistique. En effet, nous estimons que les modèles sur lesquels ces fonds sont basés ne sont pas capables de s'adapter aux changements brusques des conditions de marché et sont donc susceptibles d'accuser des pertes sévères.
- HDF s'assure que les gérants choisis soient les meilleurs spécialistes de leur domaine, afin qu'ils soient les mieux positionnés en cas de crise pour comprendre la dynamique de leur marché mieux que les autres. (cf notre Flash Infos HDF de décembre 2006 sur les [fonds alternatifs multi stratégie](#)).
- HDF s'attache également à gérer scrupuleusement la liquidité de ses fonds de fonds. Ces principes de prudence trouvent tout leur sens

dans la crise de liquidité actuelle (cf notre Flash Infos HDF de juillet 2007 intitulé [La liquidité des fonds de fonds alternatifs](#)).

Les perspectives d'avenir

Nous estimons que la crise de liquidité actuelle peut durer encore quelques mois, mais que les marchés vont finir par retrouver progressivement leur rationalité, ce qui va générer alors de fortes opportunités de rendement.

Le tableau ci-dessous rappelle que les pertes cumulées durant la dernière crise de liquidité de 1998 avaient été importantes mais que les gains durant l'année calendaire suivante, en 1999, avaient été fort attrayants.

	Juillet à Octobre 1998	Année 1998	Année 1999
Multi-Stratégie			
HDF Multi Alternatives	-4.56%	+3.65%	+11.78%
Multi-Strat. faible vol.			
HDF Arbitrage	-2.57%	-0.15%	+6.14%
Actions Long/Short			
HDF Global Opportunities	-13.00%	-3.71%	+25.42%

Vendre dans un marché désorienté durant une crise de liquidité peut être très nuisible pour les rendements à long terme. Notre clientèle semble bien l'avoir compris puisque HDF a continué de voir, sur l'ensemble de sa gamme (près de 3.5 milliards d'euros gérés), des souscriptions bien supérieures aux rachats durant ces derniers mois (en particulier, HDF est peu exposé à des rachats forcés en provenance d'actifs structurés à capital garanti, car les encours de garanties de capital sur des fonds de fonds HDF sont faibles) :

Sur l'ensemble de la gamme HDF :	Juin 2007	Juillet 2007	Août 2007
Souscriptions nettes	+€ 67 m	+€ 73 m	+€ 24 m
% des actifs gérés	=+1.9%	=+2.1%	=+0.7%

Les écarts importants entre les prix de marché de certains actifs et leur valeur intrinsèque créent des opportunités de rendement ajusté au risque. Quelques gérants excellents qui étaient fermés depuis plusieurs mois à toute nouvelle souscription ont accepté en août de gérer des capitaux supplémentaires pour pouvoir en profiter.

Conclusion

Nous partageons l'opinion que la crise actuelle ouvre, sous réserve d'un horizon de 18 à 24 mois, d'excellentes opportunités de rentrer dans les marchés.

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

<http://www.hdf-finance.fr>

01 44 17 12 34

investorsrelations@hdf-finance.fr

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.