

La crise du crédit – Allocations HDF

La crise du crédit n'est pas terminée

La crise du crédit va probablement durer. Des doutes subsistent encore sur la santé financière de certaines banques dans le monde. Les interventions massives des autorités américaines pour éviter des faillites en chaîne sont rassurantes (Bear Stearns), mais certains instruments financiers sont toujours particulièrement illiquides et le marché monétaire interbancaire ne se normalise toujours pas (l'écart entre le taux Euribor à 3 mois et le taux de swap 3 mois contre Eonia a encore atteint des sommets en fin de semaine dernière à plus de 70bps).

Les conséquences sur la croissance mondiale commencent à se faire sentir

La baisse de 10% des prix de l'immobilier dans les grandes villes américaines, la baisse de 3,3% des résultats des entreprises américaines au quatrième trimestre 2007, la baisse prévisible de la consommation américaine, et les « profit-warning » d'entreprises européennes comme Siemens confirment le ralentissement des économies développées.

Les mesures prises par HDF

Nous avons décidé de poursuivre la réduction de l'exposition de nos portefeuilles afin de protéger nos fonds et de mettre des liquidités de côté pour saisir les opportunités qui ne manqueront pas de se présenter lorsque les marchés retrouveront une certaine rationalité. Nous sommes en effet persuadés que les prix des instruments financiers s'écartent sensiblement de leur valeur intrinsèque et que de belles opportunités de rendement finiront par apparaître (cf notre Flash Infos HDF de décembre 2007 : [perspectives d'avenir : création d'alpha](#)). Mais nous estimons qu'il est préférable pour le moment de protéger nos portefeuilles.

Voici les mesures prises dans les portefeuilles des fonds de fonds HDF :

1) Vente des fonds trop dépendants des banques

Depuis octobre 2007, nous avons déjà commencé à vendre les fonds qui pouvaient être trop dépendants des banques pour leur financement car investis sur les mêmes actifs que ceux dont les banques étaient déjà lourdement chargées, comme par exemple les titrisations et les « leveraged loans ». Depuis, nous avons achevé l'inventaire systématique des conditions de financement des fonds alternatifs de nos portefeuilles (nous avons également recruté un

analyste qui exerçait auparavant les fonctions de prêteur aux fonds alternatifs chez Bank of America à Londres). Suite à cet inventaire, nous avons décidé de sortir des fonds qui pouvaient être à la merci d'un changement arbitraire et unilatéral des banques qui les financent.

2) Réduction de la concentration de la partie fixed income de nos portefeuilles

Afin d'augmenter la diversification de nos portefeuilles fixed income, nous avons décidé de réduire les positions les plus concentrées, c'est-à-dire de diminuer la part de l'actif de nos fonds de fonds pouvant être investie sur un seul fonds sous jacent, et ce quelle que soit notre opinion sur le gérant.

3) Vente des fonds trop directionnels

Sur les marchés actions, nous avons constaté que certains gérants semblaient garder une vision trop optimiste. Nous avons donc décidé de vendre les gérants qui conservaient une position nette longue trop importante ou qui manquaient de flexibilité.

4) Réduction de l'exposition nette aux actions

Depuis le 15 janvier 2008 nous avons progressivement vendu des contrats à terme sur indices actions à hauteur de 5 à 15% de l'actif de nos fonds de fonds long-short actions de manière à :

- Réduire l'exposition de nos portefeuilles à la direction des marchés actions. En effet, nous estimons que les marchés actions n'ont que partiellement intégré la crise financière, et qu'ils ont pour le moment sous estimé l'impact que celle-ci pourrait avoir sur la croissance. Nous avons l'intention de dénouer ces couvertures une fois que l'exposition nette de nos gérants aura baissé.
- Protéger temporairement nos portefeuilles, en attendant que les ordres de vente des fonds les plus directionnels soient exécutés.

Compte tenu de ces couvertures, nous estimons l'exposition nette longue de nos fonds de fonds long-short actions à 20-25%.

5) Renforcement de la poche liquidités

Des ordres de vente passés en 2007 ont été exécutés en janvier, février et mars, et d'autres passés en 2008 vont l'être en avril, mai et juin. Les liquidités en provenance de ces ventes seront placées en sicav monétaires investies en titres d'état en attendant que la crise financière soit résolue. Elles seront ensuite réinvesties dans les opportunités qui se présenteront.

Parmi les fonds que nous conservons en portefeuille, on peut par exemple citer :

- Les fonds réactifs de trading discrétionnaire à horizon court terme sur instruments liquides sur toutes classes d'actif qui savent particulièrement bien profiter des conditions de marché actuelles de forte volatilité. Rappelons ici que, au 20 mars 2008, notre fonds de fonds [HDF Trading](#) a réalisé une performance de +2,09% depuis le début de l'année et de +7,31% sur 52 semaines
- Les fonds d'arbitrage ou de long-short fixed income intervenant sur des titres liquides comme les obligations d'état, ou ayant peu recours à l'effet de levier
- Les fonds long-short actions, qui dépendent en général peu des banques pour leur financement, et en particulier les plus flexibles, c'est-à-dire ceux capables d'adapter rapidement leur position nette longue aux évolutions des conditions de marché.

La multi gestion alternative HDF

Les perspectives de la gestion traditionnelle actions et obligations ne sont pas très prometteuses :

- Les actions n'offrent qu'un potentiel limité à court terme car les effets de la crise financière sur la croissance et les résultats futurs des entreprises n'ont semble-t-il pas été encore correctement appréhendés
- Les obligations à taux fixe pourraient se déprécier si l'inflation repartait à la hausse comme le craignent certains membres des banques centrales des deux côtés de l'atlantique
- La volatilité devrait rester élevée

La grande panoplie d'outils de gestion dont la multi gestion alternative dispose lui permet de mieux se protéger contre les secousses que nous traversons en ce moment. Par exemple, nos fonds long-short actions n'ont encaissé qu'un cinquième de la baisse des marchés actions depuis fin juin 2007 (-4,26% au 20 mars pour HDF Global Opportunities contre -23% pour l'indice MSCI World).

Comme nous l'avons vu plus haut, HDF défend l'intérêt de ses clients en mettant en place des mesures spécifiques destinées à protéger leur capital.

La multi gestion alternative permettra ensuite de tirer le meilleur profit de la normalisation des marchés en exploitant toutes les opportunités résultant des dysfonctionnements et écarts de valorisation actuels.

HDF

Début 2008, HDF s'est renforcé avec l'embauche de nouveaux analystes :

- Un analyste en fonds alternatifs fixed income spécialiste des questions de financement aux fonds
- Un analyste en fonds alternatifs actions qui devrait ensuite rejoindre notre bureau de New York cet été.

Il nous paraît également utile de signaler que, malgré l'environnement peu favorable, la gamme des fonds de fonds de droit français HDF affiche une collecte nette positive de +35 millions d'Euros sur les 3 premiers mois de l'année 2008, après une collecte de +576 millions d'Euros en 2007.

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