

15 juillet 2008

## Flash Infos HDF

### Fonds de fonds HDF au 2<sup>ème</sup> trimestre 2008

Le ralentissement de la croissance se confirme dans la plupart des pays développés, et semble même se profiler dans un certain nombre de pays en voie de développement. Ce ralentissement n'est pas dû qu'à la crise financière et au moindre appétit des banques à prêter, mais également aux attentes de baisse de la consommation: le pouvoir d'achat diminue du fait de l'augmentation des prix (matières premières et alimentation), et l'appétit à consommer est moindre du fait de la baisse des prix des biens immobiliers et du niveau d'endettement des ménages.

Les marchés actions ont donc repris en juin 2008 le mouvement de baisse sensible qu'ils avaient amorcé en janvier. Les marchés « fixed income » suivent de près la capacité ou non des banques centrales à maîtriser l'inflation tout en assurant la stabilité du système bancaire. La profondeur de ces marchés « fixed income » est toujours réduite du fait de la crise financière.

#### **Dans ces conditions de marché, comment se comporte la multi gestion alternative HDF ?**

Dans notre [Flash Infos du 31 mars](#), nous décrivions les décisions d'allocation qui devaient permettre à nos portefeuilles de résister le mieux possible à la crise actuelle: poursuite de la réduction des expositions à la direction des marchés actions, vente de fonds trop dépendants des banques, réduction de la concentration en fonds « fixed income », et augmentation du poids des stratégies de trading.

#### **Fixed Income**

##### **Long-short taux et devises – des opportunités immédiates**

Les gérants bénéficient de l'augmentation de la volatilité et des déformations des courbes des taux dues au fait que les banques centrales sont moins lisibles qu'avant la crise. Comme moins de capital est alloué par certains comptes propres de banques et par certains hedge funds, les opportunités sont moins arbitrées et donc plus nombreuses. Ces opportunités permettent désormais de générer une performance proche de 10% par an en utilisant moins de levier, c'est-à-dire moins de risque, qu'auparavant.

##### **Arbitrage taux et devises et arbitrage crédit – un réservoir d'opportunités futures**

Les gérants constatent de belles opportunités d'arbitrage, car les prix des actifs se sont sensiblement éloignés de leur valeur intrinsèque du fait des débouchements de positions sans discernement pour dégager des liquidités fin 2007 et début 2008. Mais il leur est difficile de mettre en place des transactions d'arbitrage pour des montants significatifs à cause du manque de profondeur des marchés. De plus, le retour des prix à la normale, et la génération de rendement qui va avec, devrait prendre plus de temps qu'auparavant, car il est d'abord nécessaire qu'un plus grand nombre d'intervenants redeviennent actifs. Néanmoins, la patience devrait être récompensée, car d'attrayantes opportunités de rendement (anomalies de valorisations) sont bel et bien présentes.

##### **Long-short crédit – rester flexible**

Dans un environnement où les taux de défaut restent toujours bas mais vont augmenter, il est peu probable de voir les spreads de crédit se resserrer. Dans ce contexte, nous privilégions les gérants flexibles ayant un positionnement pour le moment défensif. Nos gérants privilégient une gestion en valeur relative entre titres de sociétés ou entre secteurs. Ce n'est que bien plus tard dans le cycle, une fois le pic de défaut atteint, qu'il sera opportun de se repositionner sélectivement long pour bénéficier de la phase de rétrécissement des spreads.

##### **ABS-MBS – un marché grippé**

La dislocation des marchés de titrisation est une source d'opportunités pour le futur. Mais cette dislocation est telle qu'il est nécessaire d'avoir un horizon de temps suffisamment long devant soi pour allouer du capital à ces stratégies. Ainsi, nos fonds de fonds de multi stratégie alternative conventionnels n'y investissent quasiment plus, car l'adossement avec la liquidité offerte à nos investisseurs ne serait plus assuré. En revanche, notre fonds [HDF Alternative Long Term](#), à délai de sortie de deux ans, profite de la dislocation de ces marchés pour investir dans des actifs pouvant générer des rendements attrayants sur le moyen terme.

## Actions – réduction sensible du beta et génération d'alpha

Les marchés actions ont également vu des opportunités se créer:

- les bouleversements macro économiques (ralentissement de la croissance, fortes variations des prix des matières premières, renchérissement voire raréfaction du crédit) changent les règles du jeu: certaines entreprises sauront mieux que d'autres faire face à ces turbulences, ce qui crée des opportunités à la fois à l'achat et à la vente pour nos gérants.
- fin 2007, début 2008, et tout particulièrement en mars, les débouchements de positions sans discernement par des intervenants à la recherche de liquidités ont créé des opportunités

En termes de direction des marchés actions, le moins que l'on puisse dire est que l'avenir est toujours incertain. Nous avons sensiblement réduit l'exposition nette des stratégies actions de nos portefeuilles, aux alentours de 20% net long, afin de ne plus utiliser le beta comme moteur de performance (ou comme source de contreperformance) et de nous concentrer sur les sources de création d'alpha.

### Event Driven

Nous avons réduit notre allocation en stratégies « event driven »: les volumes de fusions-acquisitions devraient diminuer parce que l'accès des grands fonds de LBO au crédit est plus difficile, et que les acheteurs industriels potentiels préfèrent que les valorisations se stabilisent avant de se lancer dans de grandes acquisitions stratégiques. En revanche, les turbulences des marchés créent des opportunités en arbitrage de holding et de classes d'actions par exemple.

### Stratégies Multi Classes d'Actifs (Global Macro et CTAs)

Ces stratégies performant bien et devraient continuer à bien performer tant que la volatilité sur un grand nombre de marchés reste élevée et que de grandes tendances directionnelles subsistent. C'est le cas sur les marchés des matières premières (énergie, denrées agricoles, métaux), sur les taux de change, les taux d'intérêt à court terme et à long terme, les marchés actions.

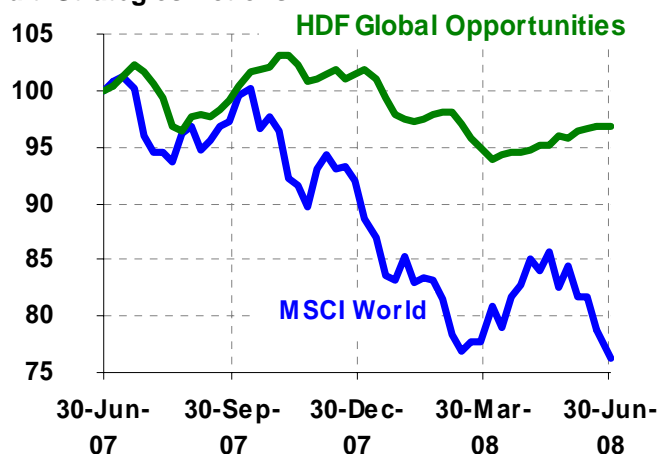
## Performances sur le 2<sup>ème</sup> trimestre 2008

Comme l'illustrent ces graphiques de quelques fonds de fonds représentatifs HDF, la multi gestion alternative confirme sa capacité à protéger le capital dans les phases de baisse des marchés. Depuis le début du deuxième trimestre 2008, le retour à la rationalité a permis aux gérants de recréer de l'alpha. A moins d'une deuxième crise systémique de liquidité du type février-mars 2008, nous pensons que le phénomène de création d'alpha devrait se poursuivre, ce qui nous rapprocherait de la période 2001-2003 où la performance de nos fonds avait progressé en dépit de la baisse des indices.

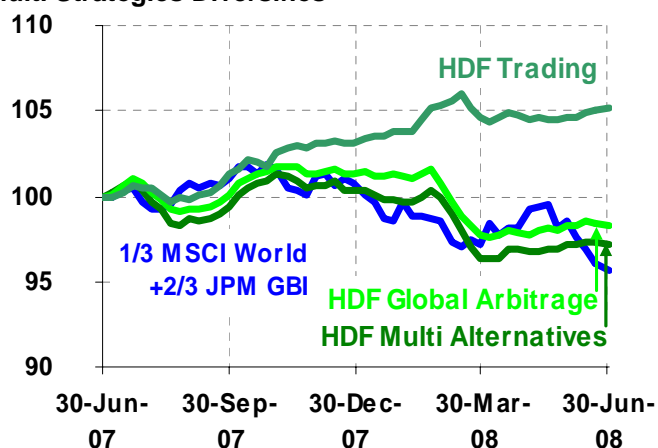
Il est encore probablement trop tôt pour réexposer nos portefeuilles en termes de beta, compte tenu des perspectives de ralentissement économique et de contraction des bénéfices des entreprises.

Les niveaux de valorisation ont beaucoup baissé dans certains secteurs et des opportunités peuvent se présenter. Nos gérants flexibles devraient être en mesure de les exploiter.

### Multi Stratégies Actions



### Multi Stratégies Diversifiées



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](mailto:investorsrelations@hdf-finance.fr)