



25 février 2010

Stratégies de Taux et de Valeur Relative

L/S & Arbitrage Taux et Devises

Janvier a été un mois favorable pour nos gérants d'Arbitrage Taux et Devises qui ont bénéficié de taux en baisse aux Etats-Unis, de volatilités implicite et réalisée plus basses, et d'opportunités sur les obligations d'état et les spreads de swap. La courbe des taux s'est pentifiée sensiblement, les opérateurs anticipant la fin des mesures exceptionnelles des Banques Centrales. Les performances proviennent surtout de positions en valeurs relatives, et dans une moindre mesure de positions de couverture macro et de trading.

Long/Short Crédit

Nos gérants Long/Short Crédit ont bien performé sur le mois. Les marchés ont subi des pressions constantes en janvier, dues notamment aux questions sur les risques souverains en Europe, aux politiques de resserrement en Chine, et aux annonces de mise en place aux Etats-Unis de plans de limitation des activités des banques. Les conséquences principales de ces pressions ont été la vente d'actifs risqués, la recherche de qualité (« flight to quality ») et une augmentation de la volatilité. Dans cet environnement, nos gérants ont bénéficié de leurs positions acheteuses de crédits « high yield » et de prêts et de dettes « Distressed ». Le marché a récompensé la sélection de titres de crédit, et certains de nos gérants ont généré de la performance sur des positions vendeuses via des CDS sur AMBAC et acheteuses sur MBIA. Nos gérants continuent de vendre les secteurs qu'ils jugent les plus exposés aux mauvaises nouvelles. Ils se félicitent de l'apparition de la volatilité et des dislocations de marché qui en résultent, car elles permettent l'émergence de nombreuses opportunités.

Arbitrage de structure du capital - Evénements / Fusions

La tendance de décembre qui avait vu le crédit surperformer l'ensemble des classes d'actifs s'est terminée avec les inquiétudes sur la solvabilité de la Grèce. Alors que nos gérants pensaient que les préoccupations sur le risque souverain devraient peser plus lourd que prévu sur le secteur des financières à court terme, ils estiment maintenant qu'elles pourraient également contaminer les crédits non financiers. C'est pourquoi certains de nos gérants ont pris des positions vendeuses sur le crédit et acheteuses sur les actions d'entreprises non financières (ex : Daimler, Lafarge). Ils voient aussi des opportunités intéressantes sur le crédit européen concernant des situations particulières.

Le marché primaire des convertibles en Europe a réouvert en janvier à une cadence soutenue, avec notamment 8 nouvelles émissions pour moitié « Investment Grade » et pour moitié « High Yield », permettant la levée de 2 milliards d'euros de financement au total. Nos gérants ont participé à certaines de ces émissions. Par ailleurs, les mouvements sur le marché secondaire ont permis la prise de profits sur des positions existantes.

Stratégies Actions

Long/Short Actions

Etats-Unis

Après une performance de +2,9% pendant les 6 premiers jours de cotation, l'indice S & P 500 a fait trois plus hauts aux alentours de 1150 points avant de dégringoler. L'environnement macro-économique prend le pas sur les fondamentaux propres à chaque entreprise, et c'est ce qui a conduit l'indice 6,6% plus bas que ses plus hauts depuis 16 mois.

L'augmentation de la volatilité - le VIX est passé de 17 à 27 en moins de trois jours de cotation - a permis de générer des opportunités de sélection de titres pour les fonds à faible beta et les fonds flexibles, mais dont les gérants privilégiant les stratégies directionnelles n'ont pas pu bénéficier. En effet, ces derniers ont été frappés à la fois par les fortes fluctuations des marchés et par l'augmentation de la corrélation entre les secteurs.

Ainsi, tous les secteurs de l'indice S&P ont commencé l'année dans le rouge, et la taille de capitalisation n'a pas été un facteur discriminant de la performance ce mois-ci, car le S&P400 (-3,28%), et le S&P 600 (-3,45%) ont eu une performance très proche de celle du S&P 500 (-3,70%).

La croissance économique, qui avait déclenché le rallye actions depuis mars 2009, a été essentiellement artificielle. En effet, elle a été alimentée par le soutien du gouvernement Fédéral américain, par les plans de relance et par les effets de base depuis les mauvais résultats des entreprises en 2008. Un de nos gérants pense *« que les volumes de crédit à la consommation américaines – en réalité presque tous les crédits – continuent de chuter »*. Le fait est que c'est le cas également ailleurs qu'aux Etats-Unis. Le fardeau de la dette, en étant transféré au secteur public, devient insupportable pour certains pays déjà fortement endettés et affaiblis par la crise. Après les événements à Dubaï et en Grèce, le risque souverain et l'environnement macro-économique sont au cœur des préoccupations de nos gérants. D'autant plus que, comme l'indique un de nos gérants, *« nous voyons déjà les premiers signes de mises en place de barrières commerciales avec les dépréciations des monnaies »*.

Asie

Janvier a été un mois difficile, avec la baisse de l'indice MSCI Asia Pacific de -3.01%. Après une première moitié du mois en hausse, les principaux marchés se sont retournés. Les mesures de resserrement sur le secteur bancaire en Chine et le risque de solvabilité de la Grèce en ont été les principaux catalyseurs. L'un de nos gérants macro résume assez bien l'état d'esprit actuel : *« ces incertitudes vont plomber les marchés pendant encore quelques temps. Par conséquent, nous avons adopté une position prudente, réduisant notre exposition nette au cours du mois. Compte tenu du contexte actuel, une gestion plus tactique du portefeuille à court terme et une exposition croissante du portefeuille à la consommation asiatique sur le long terme nous semble appropriée. »*

Europe

Le mois de Janvier a été marqué par une rotation sectorielle notable au détriment des valeurs cycliques et au profit des défensives. Les secteurs ayant le moins bien performé sur le mois sont les matériaux de base (-6.7%), les banques (-6.4%) et la chimie (-6.2%). A l'inverse, les secteurs défensifs tels que les articles ménagers, le commerce de détail et la santé ont enfin délivré des performances positives : ils progressent respectivement de +2.7%, +1.9% et +0.9% sur le mois. Le secteur qui a le mieux performé est celui des Technologies (+5.5%). Les petites et moyennes capitalisations ont nettement surperformé les grandes capitalisations, bénéficiant de l'effet « Janvier ». L'indice HSBC Smaller Companies a progressé de +2%.

Les fonds actions long/short directionnels ont contribué négativement à la performance sur le mois mais ont tout de même généré un niveau satisfaisant d'alpha. Les gérants positionnés sur les valeurs défensives ont réussi à éviter toute perte. D'ailleurs, les fonds flexibles et les fonds avec une exposition nette faible affichent des performances positives. En effet, le marché s'est montré assez rationnel, récompensant les entreprises ayant de bons fondamentaux et, à l'inverse, sanctionnant celles qui présentaient de mauvais résultats et des bilans faibles, ce qui est en général un bon environnement pour les gérants long/short actions. Cette tendance, qui a débuté au cours des derniers mois de 2009, montre un renversement par rapport à l'année dernière durant laquelle les titres au sein d'un même secteur évoluaient les uns par rapports aux autres sans logique particulière. Les fonds Evénements/Fusions ont connu un regain de santé. L'événement majeur de janvier a été sans conteste l'augmentation de l'offre de rachat de Cadbury par Kraft. La transaction proposée offre un spread intéressant et contribue de manière positive à la performance de nos fonds.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

Janvier a été marqué par le brusque recul des actifs risqués (l'un des plus importants depuis le début de l'année 2009), la réévaluation des chiffres de croissance, la chute de l'indice S&P à -3.7%, la baisse de 12% au début du mois des prix du pétrole brut et la réévaluation du dollar US. Dans ce cadre, les performances au sein de nos gérants Global Macro ont été hétérogènes. Certains ont bénéficié de leurs positions sur les taux des pays développés, de positions vendeuses sur les actions et acheteuses de CDS souverains.

Notre gérant macro spécialisé sur les matières premières a souffert de la chute des prix du pétrole et de la correction des prix des matières premières.

La gestion des risques et les disciplines de trading ont subi une phase de test en janvier. Nous avons été satisfaits de constater que nos gérants ont été fidèles à leurs règles en la matière, réduisant massivement leur exposition aux risques « matières premières » et « change » au sein de leur portefeuille.

Trading Systématique

Les stratégies systématiques ont perdu 1,6% en moyenne en janvier. Les stratégies suiveuses de tendance, quel que soit leur horizon, ont perdu 3% en moyenne, surtout à cause du retournement des marchés actions, alors que les mouvements sur les taux courts leur ont permis de générer des profits.

Les stratégies basées sur les spreads entre pays ont, elles aussi, chuté sur le mois. Généralement guidées par le « momentum », elles ont historiquement une corrélation de 0,5 avec les stratégies « suiveuses de tendance » à moyen terme.

La stratégie d'arbitrage statistique actions a généré une performance de +2% sur le mois, et a été positive dans tous les pays.

Les modèles fondamentaux ont été également positifs, tout particulièrement après le début des annonces des résultats des entreprises aux Etats-Unis au cours de la seconde partie du mois.

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.