



## Stratégies septembre 2008

20 octobre 2008

En septembre, l'intensification de la crise financière et les inquiétudes liées aux restrictions sur le crédit qui s'étendraient au delà de la sphère financière ont rendu l'environnement de marché très difficile. La confluence de l'aversion au risque, des interventions des autorités et l'arrêt des marchés de financement a contribué à une extrême volatilité, et ce à travers toutes les classes d'actifs, et à des ventes en masse sur les marchés actions mondiaux. Le résultat : l'une des pires performances mensuelles pour l'industrie de la gestion alternative. Le HFRX a en effet chuté de près de 7% en septembre. Au cœur de ces turbulences, toujours le dysfonctionnement du secteur bancaire mais aussi le sauvetage par les gouvernements des institutions financières elles-mêmes. Dans un système financier très mondialisé, le fait d'avoir laissé Lehman Brothers faire faillite a eu des conséquences bien pires que prévu par les autorités américaines. Dans une tentative désespérée de réduire la pression sur ces institutions, les régulateurs ont temporairement imposé des restrictions sur la vente à découvert des titres financiers. Dans un tel environnement technique, les raisonnements fondamentaux ont été dépassés par des problématiques telles que la disponibilité du financement et le risque de contrepartie.

Chez HDF, nous avons réduit les stratégies fondamentales et augmenté notre exposition en cash dans la perspective d'un environnement qui resterait difficile. Cependant, nous pensons qu'il y a beaucoup d'opportunités à venir sur le marché, à la fois sur la partie longue et sur la partie courte. La rationalité devrait bientôt revenir sur les marchés, une rationalité dont nos gérants profiteront fortement. De plus, avec la disparition des hedge funds les plus faibles et avec la fermeture des prop desks des banques ou la réduction de leur taille, il y aura moins d'acteurs sur le marché. Il y aura donc plus de rendements pour les acteurs qui auront survécu, notamment dans les activités de trading/arbitrage.

## Stratégies Fixed Income et Relative Value

### Fixed Income et Long/Short Fixed Income

Nos fonds Fixed Income et Foreign Exchange (Long/Short Fixed Income) ont contribué négativement à la performance de nos fonds de fonds, leurs positions sur les pays émergents s'étant effondrées sur le mois de septembre. En effet, notre plus grosse position dans cette poche a affiché une performance négative du fait du plongeon des obligations turques, brésiliennes et mexicaines pendant la tempête sur les marchés. Les autres gérants ont vu leurs pertes sur les devises asiatiques l'emporter sur les bonnes performances de leurs positions sur les courbes de taux.

### Long/Short Credit

Les fonds de Long/Short Credit ont été impactés par l'élargissement des spreads dans les obligations à haut rendement. L'indice Merrill Lynch High Yield a chuté de 8,3% en septembre, sa plus forte perte mensuelle jamais enregistrée. Comme pour la plupart des stratégies, la vente forcée et les rachats ont pénalisé nos 2 fonds travaillant sur les emprunts bancaires (loans).

### Capital Structure Arbitrage

Nos gérants Capital Structure Arbitrage, qui traitent la dette des entreprises contre les actions, ont contribué négativement à la performance de nos fonds de fonds. Seul un de nos 4 fonds composant cette poche a affiché une performance positive en septembre car il avait commencé à réduire son exposition au marché il y a longtemps. Par ailleurs, notre dernier gérant Convertible Arbitrage a été fortement impacté par les restrictions sur les ventes à découvert et les liquidations de hedge funds. Cependant, comme nous avons réduit notre exposition à ce fonds, l'impact sur nos fonds de fonds a été limité.

### **Fixed Income Arbitrage**

Les fonds de Fixed Income Arbitrage ont été stables. Ils ont gagné de l'argent sur les pentifications des courbes de taux ainsi qu'en étant net long les parties courtes des courbes des taux. Ils ont réduit massivement leur levier et tendent à adopter une approche tactique.

### **Volatility Arbitrage**

La stratégie Volatility Arbitrage a contribué positivement à la performance. Elle a en effet bénéficié du niveau exceptionnellement élevé de la volatilité réalisée des marchés. Nos gérants n'ont pas été affectés par les interdictions des ventes à découvert puisqu'ils ont conservé une exposition faible sur les sociétés financières.

## **Stratégies Actions**

### **Long/Short Equities**

Ce mois-ci, il a été difficile de manœuvrer dans le marché. Nous avons assisté à une dislocation complète dans les marchés où les fondamentaux, et en particulier les valorisations, n'avaient plus aucun sens. Tous les secteurs ont été négatifs, mais la disparité entre les secteurs a été significative, et ce, à cause de mouvements des prix anormaux. Cela peut s'expliquer en partie par le déleveraging de fonds mais aussi à cause d'une aversion au risque à son plus haut. Les débouchements de positions tenues par Lehman Brothers mais aussi par des fonds cherchant à libérer de la liquidité ont agrandi les écarts entre prix des titres sur le marché et valeurs intrinsèques. De plus Lehman était un prime broker et un emprunteur de titres important, et sa faillite a déclenché des rachats de shorts importants. Finalement, le changement de réglementation, avec l'interdiction temporaire des ventes à découvert sur les financières dans plusieurs pays, a également ajouté de la volatilité en créant encore plus de short squeezes.

#### **Etats-Unis**

La volatilité et l'irrationalité ont atteint leur paroxysme. Par exemple, le jour où la Chambre des Représentants votait contre le plan de sauvetage, le Libor est monté jusqu'à 6,875% et le Dow Jones a perdu 7,62%. Dans de telles circonstances, 4 de nos fonds sous-jacents ont perdu plus de 10%. Le fonds qui a le plus mal performé a perdu 19% et celui qui a le mieux performé a gagné 11,2%. Les deux derniers gérants chez qui nous avons investi ont contribué positivement à la performance, ce qui est assez remarquable dans un tel environnement. A la fin du mois de septembre, nous n'avons vendu aucune position et avons investi dans un fonds sectoriel ayant un profil de volatilité faible.

#### **Asie**

L'indice MSCI AC Asie Pacifique a cédé 14,11%, avec une vente massive de titres liés à la Chine (H Shares, HSI, Taiwan) qui ont baissé de plus de 15%. Pour la plupart de nos fonds sous-jacents dans cette région, la situation n'est pas claire et la volatilité est trop élevée pour prendre un quelconque risque en termes de direction au marché ou de paris sectoriel ou géographique. Comme nous l'avons précisé ces derniers mois, nos gérants de fonds sous-jacents sont en mode « protection du capital » et conservent des expositions brutes à des niveaux très bas.

#### **Europe**

En Europe, la dislocation a créé d'importantes anomalies de valorisation à la fois à la vente et à l'achat. Nous avons par exemple plusieurs gérants de hedge funds investis dans Arcelor Mittal qui traite à un ratio Price/Earning à moins de 4 et à un ratio Price/Book de 0,6 parce que le marché semble ne se concentrer que sur le ralentissement économique. Afin d'illustrer les mouvements erratiques des prix des titres, nous pouvons prendre l'exemple du titre Arcelor dont le prix s'est effondré alors que celui d'Acerinox a bien résisté à cause de la peur de short squeezes sur le marché espagnol. De la même façon, certains de nos gérants qui étaient impliqués dans une position en valeur relative sur Volkswagen ont été pris dans un short squeeze sur cette valeur.

### **Low-Beta Long/Short Equities**

Certains de nos fonds Low-Beta ont eu des performances positives mais certains d'entre eux ont eu des performances décevantes, et ce parce que la stratégie valeur relative n'a pas bien fonctionné.

### **Event Driven Equities**

Les fonds Event Driven ont été les fonds les moins performants. En effet, les relations entre les spreads et les spreads de Fusion-Acquisition n'ont plus fonctionné. De façon générale, toutes les primes spéculatives liées à certaines situations ont disparu et ont été parfois même négatives. Nos gérants ont augmenté les stratégies d'arbitrage au détriment de la stratégie « deep value » étant donné que les valorisations réelles ne sont pas prises en compte par les intervenants sur le marché.

## **Stratégies Macro et Trading**

### **Global Macro**

Les fonds Global Macro ont été touchés par les nombreux changements au niveau politique, politique monétaire et politique réglementaire. L'un des risques de marché les plus importants aujourd'hui est la

réponse politique, qui peut avoir des conséquences négatives inattendues. La faillite de Lehman a eu un impact important sur les obligations des pays émergents. De nombreuses positions ont dû être débouclées, le financement (tel que la pension livrée « repo ») s'est tari. Cela a conduit à une réduction du levier et à une vente des actifs risqués. Les prévisions macro long-terme de nos gérants restent généralement baissières : une récession mondiale, le non-découplage des économies, et des différences de taux de reprise entre les économies des Etats-Unis et d'Europe.

#### **CTAs**

Les CTAs ont bénéficié de leur position courte sur les actions et de leur position longue sur les taux mais ont accusé des pertes dans certaines positions longues matières premières.

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.