

24 novembre 2008

Octobre a probablement été le mois le plus difficile de toute l'histoire de Wall Street. L'indice S&P a chuté de 25% au cours des 3 premières semaines avant de rebondir pour finir le mois à -16,9%. Une fois encore la volatilité a prédominé : l'indice VIX a même atteint un record à 80 le 27 octobre. Les marchés des obligations à haut rendement ont eux atteint leur plus bas, en finissant le mois à -16,3%. Les prix du pétrole ont baissé de 33% en octobre, le pire mois depuis le début du trading des contrats à terme sur le pétrole en 1983. Malgré les mesures de grande ampleur des états et des banques centrales, les marchés sont restés sous pression. La liquidation forcée des actifs risqués à cause des contraintes de bilan des banques, les appels de marge, les rachats des fonds et les problèmes de financement ont accéléré le processus de déleveraging. Dans l'ensemble, la liquidité sur le marché a fortement diminué. Les tailles des portefeuilles de nos gérants de fonds sous-jacents sont toujours limitées avec un niveau d'exposition faible au marché. Chez HDF, nous continuons de gérer nos fonds de manière défensive. Nous pensons que l'industrie des hedge funds est à un tournant de son histoire : les acteurs les plus faibles vont disparaître, ce qui devrait profiter à ceux qui vont survivre à la crise, ceux dans lesquels nous pensons être aujourd'hui investis.

## Stratégies Fixed Income et Relative Value

### Fixed Income et Long/Short Fixed Income

En octobre, la stratégie a été négative. L'un de nos gérants dans cette poche a perdu sur ses positions longues sur les obligations des marchés émergents. En effet, la vente panique a abouti à des valorisations absurdes de certaines sociétés garanties par les Etats dans des pays comme la Russie, la Chine et le Kazakhstan. Le gérant a considéré que les fonds souverains sauveraient ces sociétés en cas de défaut et est resté investi en mettant en place des couvertures des risques extrêmes. Du côté positif, un autre gérant a lui bénéficié de ses anticipations sur la baisse globale des taux sur les marchés monétaires, après la baisse coordonnée des taux par les banques centrales.

### Long/Short Credit

Dans cette stratégie, nous sommes investis dans deux gérants. L'un d'entre eux est entièrement responsable de la perte sur cette poche. Malgré une exposition nette basse au début du mois d'octobre (24%), il a encore dû réduire son exposition (jusqu'à 10% en novembre), et ce pour des raisons de gestion des risques. Dans le courant du mois, qui a été le mois où les ventes sur les obligations à haut rendement et les prêts à effet de levier ont été les plus importantes de l'histoire, l'indice Merrill Lynch High Yield a atteint un spread record de 1681 points de base. L'indice CSFB Leveraged Loan a lui baissé de 13,44% et des instruments à effet de levier, comme des programmes Total Return Swaps ou des CLOs Market-Value, ont été débouclés en masse, accélérant ce faisant les ventes massives. Notre gérant le plus performant dans cette poche indique dans son rapport mensuel : *« les marchés des prêts sécurisés par des actifs et des obligations corporate high grade sont à des valeurs très attractives, même si se mettre en position longue requiert une approche stricte parce que les rachats et les ventes forcées continuent de hanter la communauté des investisseurs et que les sociétés vont continuer à faire face à des difficultés extrêmes de financement dans un avenir proche ».*

### Capital Structure Relative Value

Dans cette stratégie, tous les gérants ont baissé car il n'y avait nulle part où se cacher en octobre. Les spreads sur les obligations, les prêts et les indices CDS ont atteint leurs plus hauts historiques du fait d'une pression à la vente continue liée à des flux de rachats importants mais aussi au durcissement des conditions de financement par les prime brokers. Cela a aussi été le cas pour les obligations convertibles qui ont connu, en octobre, le pire mois jamais enregistré. Notre allocation dans la stratégie Convertible Arbitrage reste cependant minime.

### Fixed Income Arbitrage

Les gérants ont en général bénéficié des dislocations des courbes de taux et de la forte volatilité généralisée, résultant du manque de capacité des banques à faire des prises fermes lors des émissions des obligations

d'Etats. Cette stratégie, dans laquelle le hedge fund anticipe les émissions des obligations gouvernementales (i.e. se met vendeur avant l'adjudication et rachète à l'adjudication, avec une couverture de son exposition aux taux d'intérêts), devrait être profitable pour un temps puisque les primary dealers sont moins actifs et que les gouvernements doivent concéder de plus grands rabais sur les émissions obligataires plus importantes. La plupart des gérants étaient aussi positionnés sur les pentifications des parties courtes des courbes des taux et sur les prévisions d'inflation moindre, particulièrement en Europe et au Royaume-Uni.

## Stratégies Actions

### Long/Short Equities

Le mois d'octobre a encore été un mois difficile pour les fonds Long/Short Equities. Il a été l'un des plus volatils jamais enregistrés sur le marché des actions, et cela à cause d'un flot de mauvaises nouvelles sur le ralentissement économique mondial et sur les problèmes des institutions financières.

#### Etats-Unis

Le S&P 500 a connu des mouvements imprévisibles. Sur 9 jours avec des mouvements à 4%, voire plus, 3 jours ont dépassé 9%, alors qu'en septembre, un mouvement de 4% sur la semaine à la suite de la faillite de Lehman apparaissait comme quelque chose de déjà étonnant. Six de nos fonds sous-jacents ont été positifs ce mois-ci et d'eux d'entre eux ont généré plus de 10%. Notre gérant le moins performant représente l'une de nos positions les plus petites et il a baissé de 20%. Nos deux investissements récents, qui étaient déjà positifs en septembre, ont encore fait de bonnes performances et ont contribué de façon positive à la performance de nos fonds en octobre.

#### Asie

Ce mois-ci a encore été un mois difficile pour l'Asie avec l'indice MSCI Asia Pacific en baisse de près de 20%. Les marchés « chauds » tels que la Chine, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie ou la Thaïlande ont même dégringolé d'environ 40-50% à un moment donné. Les restrictions sur la vente à découvert en Corée, à Taïwan et en Australie ont eu un impact limité sur nos gérants. En fait, certains d'entre eux ont un peu diminué la taille de la partie courte de leur portefeuille pendant la panique, mais considèrent toujours qu'il sera opportun de l'augmenter de nouveau, une fois que les restrictions auront été levées. Parallèlement, des gérants ayant une vision baissière ont gardé leur biais court (certains d'entre eux sont aujourd'hui 20/30% net court). Nous sommes aujourd'hui avec des gérants capables historiquement de générer beaucoup d'alpha, 2/3 d'entre eux sont concentrés sur l'Asie et 1/3 sont des fonds sur le Japon. Nous sommes satisfaits de la création d'alpha de notre poche Japon depuis le début de la crise et nous pourrions y ajouter d'autres gérants.

#### Europe

Le marché européen a achevé le mois avec une performance de -12,8%. Cependant, sa performance a été jusqu'à -23,5% avant de rebondir en fin de mois. Sur le mois, il y a eu une très grande disparité entre les secteurs, avec l'indice automobiles surperformant de manière trompeuse tous les autres secteurs (+9,1%) à cause de l'envolée du cours Volkswagen, et les secteurs défensifs comme la santé affichant également une performance positive (+2,4%). Les banques (-24%), les assurances (-27,2%) et les ressources de base (-23,1%) ont été une fois encore les plus touchés. Les small caps ont, elles aussi, été durement touchées (-20,8%). Par ailleurs, toute exposition aux marchés émergents ou à l'Europe de l'Est a été sévèrement punie. L'indice MSCI Eastern Europe a terminé le mois à -35,2% et est allé jusqu'à -55,7% intra-mois. Ce mois-ci, nous avons investi dans le lancement d'un fonds actions Long/Short Europe dont les gérants ont un très bon passé professionnel et d'excellentes références. Le fonds a été positif en octobre.

### Low-Beta Long/Short Equities

Les fonds Low-Beta ont bien résisté dans cet environnement très difficile, et ce, grâce à des expositions brutes et nettes basses et à un positionnement sur les secteurs défensifs qui ont surperformé ce mois-ci.

### Event Driven Equities

Les fonds Event Driven ont contribué de façon négative à la performance de nos fonds ce mois-ci. Ceci s'explique en grande partie par l'exposition de certains gérants à Volkswagen (VW), que ce soit en valeur relative (long preferred/short ordinary shares) ou en directionnel vendeur. Ces trades étaient justifiés au niveau fondamental, le cours de VW étant ridiculeusement surévalué par rapport à ses pairs. Cependant, après que Porsche a annoncé qu'il pouvait contrôler 75% du free float de VW, le marché a estimé que le free float disponible sur les titres était plus faible que le montant des positions courtes. Cela a fait quintupler le prix de l'action en l'espace de 26 heures, faisant du titre VW la plus grosse capitalisation au monde. En raison de leurs limites en matière de risque, et comme la position devenait trop importante avec l'augmentation du cours du titre, nos gérants ont dû couper leurs positions et ont donc enregistré des pertes importantes.

## Stratégies Macro et Trading

### Global Macro

La performance de cette stratégie a été mitigée. Les gains de nos gérants sous-jacents sur leurs positions longues sur les marchés monétaires et sur les contrats à terme obligataires l'ont emporté sur les pertes réalisées sur les actifs risqués.

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.