



22 décembre 2008

Le mois de novembre a été dans la continuité de ce qui a caractérisé ces derniers mois : des conditions économiques qui se dégradent, l'agitation sur les marchés financiers, de nouvelles mesures extrêmes de soutien à la liquidité de la part des autorités et le déleveraging financier qui se poursuit. Pour le troisième mois consécutif, la plupart des marchés actions ont subi des pertes significatives, même si, à la fin du mois, ils ont récupéré deux tiers de la baisse. Les marchés du crédit ont continué de s'effondrer avec l'indice Merrill Lynch High Yield en baisse de 8,4%. Le risque d'une débâcle systémique des marchés financiers a maintenant laissé la place à une récession mondiale sévère. Les acteurs du marché commencent à appréhender l'ampleur de la crise économique, dans ce qui semble être aujourd'hui la récession la plus importante depuis les années 30. La plupart des gérants continuent de penser que l'économie mondiale va se détériorer et que, malgré des rallyes périodiques, les forces fondamentales de la récession et du déleveraging au niveau mondial, qui ont fait baisser les prix des actifs risqués, peuvent perdurer.

Stratégies Fixed Income et Relative Value

Fixed Income et Long/Short Fixed Income

En novembre, la contribution de cette stratégie à la performance de nos fonds a été positive. La moitié de nos gérants a bénéficié d'un environnement très positif pour les taux d'intérêt court-terme au niveau mondial – les banques centrales étant disposées à réduire les taux de manière agressive – et d'un niveau de volatilité plus élevé. L'autre moitié a subi des ventes sans discernement de la part d'acteurs obligés de déboucler des positions à cause de performances négatives ou d'appels de marge plus importants. Les obligations protégées contre l'inflation ont été les plus touchées.

Fixed Income Arbitrage

Cette stratégie a contribué de façon positive à la performance de nos fonds en novembre. Les gérants ont bénéficié des réductions des taux par les banques centrales au niveau mondial. L'assouplissement des politiques monétaires est en cours et a un impact positif sur les positions de nos gérants. Comme indiqué dans notre commentaire d'octobre, nos gérants ont pris des positions pour profiter des émissions d'obligations gouvernementales en se mettant vendeurs avant les adjudications et en rachetant à l'adjudication, tout en couvrant leur exposition aux taux d'intérêt. Comme ils pensent que cela ouvre une période d'opportunités sans précédent, ils restent prudents mais se focalisent sur les obligations à courte durée qui présentent des facteurs déclenchants identifiables.

Long/Short Credit

Les écarts de crédit s'élargissent toujours, atteignant des plus hauts historiques (le CDX Investment Grade en hausse de 30 points à 247 points de base en novembre, contre 76 points de base en début d'année et un CDX High Yield gagnant 10 points à 635 points de base contre 260 points de base en janvier 2008). Même si nos deux gérants ont remodelé leurs portefeuilles en réduisant leurs expositions brutes et en augmentant leurs ratios de couverture, l'un d'entre eux a subi la dévalorisation de son exposition Lehman (la partie non ségréguée de ses actifs). Etant donné son biais vendeur, notre gérant aurait affiché une performance positive s'il n'avait pas été affecté par Lehman.

Capital Structure Relative Value

La contribution mensuelle de cette stratégie a été encore une fois négative. Le marché dans sa globalité a été sujet à une pression extrême, et le volume des transactions sur le marché secondaire a été faible. Le processus de déleveraging a continué, en anticipation des rachats de fin d'année, avec les bilans des teneurs de marché déjà affaiblis, et l'écart entre les obligations et les CDS à son plus haut historique : 12%. Cependant nos gérants tiennent bon, saisissant chaque opportunité de diminuer le risque : l'un d'entre eux a par exemple traité

directement avec un émetteur qui rachetait ses obligations convertibles. En fait, seul un de nos gérants a réussi à réaliser des gains en novembre, en faisant tourner son portefeuille très rapidement, et a bénéficié de ventes forcées sur les obligations de première qualité.

Stratégies Actions

Long/Short Equities

Le mois de novembre, moins volatil et destructeur que la période exceptionnelle de septembre-octobre, n'en est pas moins resté un mois difficile pour les marchés actions. Chez HDF, nous continuons de concentrer la gestion de nos fonds Long/Short Equities sur la création d'alpha, les incertitudes sur l'économie mondiale et sur la direction des marchés actions demeurant importantes.

Etats-Unis

Les 3 premières semaines de novembre, le S&P 500 a affiché une performance de -22% et a ensuite établi un nouveau record de performance avec une hausse de 19% sur 5 jours pour finir le mois à -8%. La volatilité intra-mois a diminué un peu, sans mouvement quotidien à la hausse ou à la baisse de plus de 6,9%, mais la volatilité implicite et la volatilité réalisée sont restées à leur plus haut historique (VIX min/max : 44,25 / 81,48). Huit de nos gérants ont été en hausse ce mois-ci et deux d'entre eux avec une performance supérieure à 5%. Notre gérant le moins performant a été un gérant avec un biais acheteur. A la fin du mois de novembre, nous avons vendu l'une de nos plus petites positions.

Asie

En novembre, les marchés asiatiques ont été négatifs (-3,79% pour le MSCI AC Asia Pacific). La moitié de nos gérants ont fini le mois avec des performances positives. La plupart d'entre eux étaient en effet concentrés sur le Japon, qui a moins chuté que le reste de l'Asie. Comme la situation macro-économique reste inchangée, nos gérants envisagent de conserver le même type d'exposition, au moins pendant le premier trimestre 2009. Les récentes actions des Etats à travers le monde pour soutenir l'économie seront probablement payantes d'ici quelques mois, particulièrement en Chine. Quand cela sera le cas, les expositions seront significativement plus élevées.

Europe

L'indice européen a fini le mois à -7,3% mais est descendu jusqu'à -18,1% dans le courant du mois avant de connaître un rallye en fin de mois. Le mois a encore été caractérisé par des volumes faibles. Cependant, la rationalité a augmenté pendant le mois, le rythme du déleveraging paraissant ralentir. Cela a profité à nos gérants qui aujourd'hui tendent à être acheteurs de sociétés avec des bilans solides et vendeurs de sociétés présentant des difficultés financières. Nos gérants gardent toutefois toujours des tailles de portefeuille de sous-jacents limitées. La volatilité étant encore élevée, il est inutile de prendre des risques substantiels pour afficher de bonnes performances.

Low-Beta Long/Short Equities

Les fonds Low Beta Long Short Equities ont bien résisté pendant ce mois difficile, et ont même réussi à faire des performances positives. Après la dislocation provoquée par la réduction des activités des prop desks des banques, des fonds traditionnels et alternatifs, le marché des actions offre de belles opportunités de gagner de l'argent. Par exemple, la stratégie de pair trade est redevenue rentable, ce qui n'avait pas été le cas depuis un moment. Par ailleurs, certaines opérations court-terme, comme l'augmentation de capital de Santander ce mois-ci, a été lucrative, alors que ce type de transactions n'a pas rapporté beaucoup pendant de nombreuses années car il y avait trop d'acteurs présents. L'un des fonds dans cette poche, un fonds bottom-up fondamental, a connu un mois de novembre spectaculaire (en hausse de plus de 8%), car il a profité d'un retour à la normale après deux mois difficiles pendant lesquels ses investissements avaient été indûment massacrés.

Event Driven Equities

Dans cette poche, nos gérants ont bénéficié de la conclusion du deal Anheuser-Busch qui leur a permis de faire des performances positives. Cependant, l'abandon de l'offre de BHP Billiton sur Rio Tinto, l'une des opérations de fusion/acquisition les plus importantes du moment, a conduit à l'élargissement des spreads dans d'autres transactions du même type.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

Cette stratégie a contribué de manière positive à la performance de nos fonds grâce à des paris macro tels que le renforcement du dollar par rapport aux devises des marchés émergents et les paris sur une baisse de l'inflation.

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.