

26 février 2009

La plupart des stratégies alternatives ont été positives le premier mois de l'année 2009, tandis que l'environnement macro-économique n'a été que la suite logique de 2008. La récession mondiale prédomine encore largement sur les marchés et il n'y a encore eu aucun signe indiquant que l'économie a touché son plus bas. La dégradation des données économiques, les réductions d'emploi, le durcissement des conditions de crédit et la réduction des tailles des bilans des banques nous ont rappelé que la situation économique continue d'empirer. Le Fonds Monétaire International a revu à la baisse sa prévision de croissance mondiale pour 2009 et l'établit à 0,5%. Les marchés actions ont une fois encore achevé le mois en territoire négatif et les prix des obligations d'Etat ont finalement stoppé leur progression. Toutes les matières premières, sauf les métaux précieux, ont également été en baisse en janvier. La seule exception au sein de tous ces actifs baissiers a été le marché du crédit, avec l'indice Merrill Lynch High Yield gagnant 5,3% en janvier. Malgré un niveau record de nouvelles émissions d'obligations de premier rang, le crédit a clairement surperformé les autres classes d'actifs. Les obligations d'entreprise ont bénéficié d'une perception de valeur relative favorable et ont bénéficié de réallocations en provenance des obligations d'Etat et des actions. Les responsables politiques mondiaux ont poursuivi la mise en place de mesures fiscales, budgétaires et monétaires encore plus importantes. L'agrégation de tous les plans de sauvetage annoncés représente aujourd'hui environ 4% du PIB mondial. Les économies qui ralentissent rapidement et les interventions courageuses des Etats ont laissé les marchés en pleine hésitation quant à la reprise de l'activité ou à la dépression, l'inflation ou la déflation, la force du dollar ou son effondrement. Les gérants alternatifs ont maintenant adapté leur positionnement et leur profil de risque, et ont profité de ces conditions de marché incertaines et volatiles. Ils ont, en général, enregistré des performances positives en janvier, avec un indice HFRX Global Hedge en hausse de 1,4%.

Stratégies Fixed Income et Relative Value

Long/Short Fixed Income

Cette poche a contribué de manière positive à la performance de nos fonds en janvier, et ce malgré les prix des obligations d'Etat en baisse (les bons du Trésor américains à 10 ans ont enregistré une performance négative de 4,8% en janvier). Les gérants sur les taux et le trading sur les devises ont tous les deux bien performé. Nos gérants ont profité de la pentification des courbes des taux dans la plupart des pays, tout comme de l'affaiblissement des devises des marchés émergents face au dollar américain. Les gérants ont pris des positions longues sur les parties courtes des courbes des taux, puisque la vision dominante est que les banques centrales vont devoir conserver des taux à des niveaux de plus en plus bas, et ce pour plus longtemps. Bien que l'analyse macro de nos gérants reste inchangée, ils restent néanmoins vigilants quant à des surprises éventuelles, telles que de meilleures données économiques, qui pourraient invalider leurs stratégies.

Fixed Income Arbitrage

Cette stratégie a contribué positivement à la performance de nos fonds ce mois-ci. L'augmentation des émissions de dette gouvernementale a renforcé le sentiment baissier de nos gérants sur les obligations d'Etat américaines par rapport à des instruments de crédit de qualité et aux swaps de taux. D'autres paris sur les valeurs relatives, telles que la réduction des écarts de taux long-terme entre les Etats-Unis et l'Europe, ou la reprise des points morts sur les obligations américaines indexées à l'inflation (elles valorisaient en effet une inflation négative pour les 5 prochaines années) ont été gagnants. Etant donné l'incertitude quant à la forme finale que prendront les paquets fiscaux, nos gérants ont maintenu un profil de risque relativement limité et ont essayé de se concentrer sur les opportunités de trading à court-terme.

Long/Short Credit

Les gérants Long/Short Credit ont enregistré de bonnes performances. La bonne orientation du marché du crédit en janvier (l'indice ML High Yield a en effet baissé de 186bp pour atteindre 1626bp) a aidé, même si l'un de nos gérants a une exposition nette vendeuse sur les obligations à haut rendement. Un autre gérant, lui,

reste vendeur d'obligations de premier rang et acheteur d'obligations à haut rendement, avec une petite exposition nette longue. Une certaine rationalité est de retour, les prix évoluent en effet plus en ligne avec les fondamentaux des entreprises, et également en ligne avec les paquets gouvernementaux à venir, dont la taille diffère en fonction du secteur concerné. Le secteur des biens de consommation non-cycliques pourrait par exemple sortir gagnant en cas de paquets fiscaux significatifs. On s'attend à ce que les défauts augmentent, renforçant ce faisant le besoin d'analyser et de sélectionner les titres de crédit avec attention. Nous pensons que nos gérants ont d'excellentes capacités de sélection de titres en matière de crédit.

Capital Structure Relative Value

La surperformance significative des titres de crédit par rapport aux actions a été une source de performance positive pour les arbitrageurs travaillant sur la structure du capital des sociétés. Les prix ont évolué en ligne avec les fondamentaux (les secteurs de la finance et de l'automobile ont clairement sous-performé), la sélection des titres de crédit a donc été récompensée. Les problèmes de défaut et de liquidité pèsent, quelle que soit l'ampleur des plans annoncés par l'administration américaine. Nos gérants sont satisfaits de la création prochaine d'une chambre de compensation et d'un marché organisé pour les CDS. Enfin, l'écart entre les obligations et les CDS s'est resserré de façon significative depuis les niveaux élevés de décembre, et nos gérants en ont bénéficié.

Stratégies Actions

Long/Short Equities

Globalement, la rationalité est revenue sur les marchés actions, ce qui a profité fortement à nos gérants. Il y a également eu un effet de rattrapage après les derniers mois terribles et chaotiques de 2008. Nous apprécions ce retour à la rationalité et pensons que les stratégies actions long/short pourront produire des performances positives en 2009 tout en surperformant les stratégies long-only. Néanmoins, nous continuons de gérer nos portefeuilles de manière défensive.

Etats-Unis

Malgré un bon début le tout premier jour de l'année 2009 (+3,16%), le S&P 500 a fini le mois autour des plus bas de novembre 2008, ce qui correspond également aux niveaux de mai 1997. La volatilité reste élevée. Huit de nos gérants sous-jacents ont été positifs ce mois-ci et l'un d'entre eux a même généré plus de 10% alors que nos deux gérants les moins performants ont été respectivement touchés par la mauvaise performance des valeurs cycliques et par la débâcle dans le secteur des transports.

Asie

L'indice MSCI AC Asia Pacific a baissé de 7,21% ce mois-ci. Trois de nos gérants ont généré beaucoup d'alpha, deux d'entre eux étaient spécialisés sur le Japon. Le Japon est probablement le meilleur lieu pour la création d'alpha, puisque la situation économique là-bas se détériore plus vite qu'ailleurs dans le monde et que nos gérants ont été capables de capturer les bonnes tendances au niveau sectoriel. La plupart de nos gérants de fonds sous-jacents gèrent leurs fonds avec une vision macro, en plus de leurs compétences pures en sélection de titres. Ils pourraient changer leur exposition rapidement si de nouveaux catalyseurs apparaissaient.

Europe

En janvier, l'indice MSCI Europe a baissé de 3,6% en euros. Nos gérants de fonds sous-jacents continuent de se positionner de manière défensive, mais trouvent de nombreuses opportunités dans la sélection de titres. Ce mois-ci, nous avons vendu notre position complète dans un fonds, dans lequel nous étions investis de manière significative depuis sa création en avril 2004. Le gérant est un excellent stock-picker fondamental et avait une exposition nette longue relativement basse, mais il a manqué de vision claire sur la macro, alors qu'il est particulièrement important d'avoir une bonne analyse macro dans cet environnement difficile. Ses choix présentaient en effet un positionnement marqué en faveur d'une croissance mondiale, ce qui pouvait représenter de lourdes pertes cette année.

Low-Beta Long/Short Equities

Les fonds Low-Beta ont contribué positivement à la performance de nos fonds ce mois-ci. L'un d'entre eux a particulièrement profité d'un effet de revirement important et a affiché une performance de +5,2%. Tous les autres fonds Low-Beta ont performé positivement.

Event Driven Equities

Les fonds Event Driven ont enregistré une performance positive grâce à leur position nette légèrement vendeuse, avec certains d'entre eux générant des profits importants, notamment dans le secteur bancaire. Nous avons vendu une petite position dans un fonds Event Driven qui avait été lancé fin 2007, car il n'a pas mesuré l'étendue de la crise et par conséquent a subi des pertes trop importantes en 2008.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

Cette stratégie a contribué de manière positive à la performance de nos fonds. Nos gérants macro ont conservé leurs opinions, c'est-à-dire des perspectives négatives sur les marchés émergents et sur l'Europe de l'Est pour ce qui est du crédit et des devises, et sur les pays développés pour ce qui est des crédits d'entreprise

et souverains. Ils sont également positionnés à la hausse des taux longs aux Etats-Unis et à l'appréciation du yen.

Systematic Trading

La plupart des fonds opérant sur les futures on terminé janvier en territoire positif. Des gains ont été réalisés sur les devises, avec en particulier des positions longues sur le yen et des positions courtes sur la livre sterling. Les positions vendeuses sur les indices actions ont également été récompensées. Certains des fonds ont subi des pertes du fait de leurs positions acheteuses sur les obligations et du retournement des prix des denrées agricoles.

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.