

HDF

STRATÉGIES

Mars 2009



21 avril 2009

Mars est le premier mois, depuis près d'un an, au cours duquel les actions ont affiché une nette hausse. Les indices actions US ont pris 8%, l'Eurostoxx a affiché une hausse proche de 5% et le Japon de 12%. Les obligations d'Etat ont performé en dépit du rebond des actifs risqués grâce à l'annonce de programme de rachat d'obligations gouvernementales par la FED et la Banque d'Angleterre.

Les obligations d'entreprises ont peu progressé et se sont décorréliées des autres actifs risqués, en partie à cause de l'abondance des nouvelles émissions d'emprunteurs « Investment Grade ».

En mars, l'Euro s'est apprécié de 5% face au Dollar et de presque 6% face au Yen.

Les performances des matières premières sont toujours dispersées : l'or a perdu 3% tandis que le pétrole a gagné 10%.

Les marchés ont réagi favorablement à l'achat potentiel à hauteur de \$1 trillion des actifs toxiques des banques par le nouveau programme d'investissement public et privé (PPIP) ; à des résultats encourageants des grandes banques US pour le premier trimestre ; et à des statistiques économiques meilleures sur la dernière partie de mois, notamment le PIB, les indicateurs avancés, les constructions de maisons neuves, la vente de logements et les commandes de biens durables.

Le niveau extrême d'aversion au risque et la sous pondération des actifs risqués expliquent également à ce mouvement contrariant sur la plupart des marchés.

Si certains investisseurs pensent qu'une reprise en V est devant nous, la plupart de nos gérants voient ce mouvement comme une correction dans un marché baissier (« bear market rally »). Un rebond de l'activité économique liée à la reconstruction des stocks ne peut pas être considéré comme une reprise large et durable de l'expansion économique.

Stratégies de Taux et de Valeur Relative

Long/Short Taux et Devises

Les stratégies L/S Taux et Devises ont fortement contribué à la hausse de nos fonds sur le mois de mars. La baisse des taux d'intérêt de 50bps en Europe et au Royaume-Uni, et le rachat des obligations d'Etat à long terme par les Banque d'Angleterre et la Réserve Fédérale, suivant l'annonce de leur plan de relance, ont engendré une forte progression des emprunts d'Etat. Le rendement des obligations à dix ans a perdu presque 50bps le jour de l'annonce officielle, illustrant le plus grand recul journalier depuis le krach boursier de 1987. Une autre conséquence a été la pentification des différentes courbes de taux.

Nos gérants étaient bien positionnés: pour eux, la seule incertitude a été le moment de l'annonce de ces mesures. Alors que l'anxiété reculait, les « LIBOR spreads » ont chuté, soutenant ces stratégies, et notamment les emprunts hypothécaires. Les obligations d'Etat indexées sur l'inflation ont eu leur meilleur mois depuis leurs premières émissions aux Etats-Unis en 1997, et nos gérants ont réellement bénéficié du rebond des taux d'intérêts réels. Les positions sur devises ont peu contribué, malgré quelques shorts sur le Yen chez l'un de nos gérants. Enfin, les spreads de swap ont évolué de manière erratiques et ont légèrement nuit à la performance.

Arbitrage Taux d'Intérêt

Cette stratégie a largement contribué à la performance de nos fonds en mars. Les développements politiques récents, l'adoption du paquet fiscal américain, l'application du programme de rachat de 300 milliards de dollars de titres du Trésor américain par la FED, ou encore les accords du G20 ont apporté un espoir de reprise globale de l'économie.

Toutefois, la fragilité des économies (chômage, demande intérieure...) amènera les Banques Centrales à conserver une politique monétaire expansionniste à moyen terme. Nos gérants ont pris position afin de profiter de cette mesure en participant activement à l'émission d'obligations d'Etat, en se concentrant sur les anomalies sur les obligations UK ou US, conséquences des politiques de « quantitative easing » de la Banque d'Angleterre et de la Fed (positions longues de durée, exploitation du mauvais pricing des courbes d'inflation) ainsi qu'en saisissant les opportunités issues du marché des devises (long AUD et USD versus JPY ; hausse des monnaies asiatiques).

MBS et Arbitrage de Volatilité

Nos différents fonds d'arbitrage ont eu des performances contrastées courant mars. Suite à l'annonce du plan de relance américain, la Fed a commencé à acheter des MBS à hauteur de 6 milliards de dollars par jour en moyenne. La réduction du spread qui en a découlé a été bénéfique pour nos gérants, autant que le succès du TALF pour les Asset-Backed Securities (dispositif de 200 milliards de dollars lancé par la Fed qui apporte aux investisseurs du financement pour acheter certains ABS éligibles).

D'un autre côté, la stratégie d'arbitrage de volatilité a souffert. L'optimisme grandissant a entraîné la hausse des marchés actions et a fait baisser la volatilité sur ses plus bas niveaux de 2009.

La pente de la courbe de volatilité en fonction des prix d'exercice s'est inversée, notamment avec les offres sur les Puts alors que les Calls étaient largement demandés. Ce mouvement ample et inhabituel dans la courbe de volatilité a nuit à la performance de nos gérants.

La stratégie convertible a performé modérément, grâce à l'appréciation du crédit.

Long/Short Crédit

Les fonds «Long/Short Crédit» ont réalisé une performance positive alors que les spreads de crédit ne se sont que légèrement resserrés (35bps) en mars, sous-performant les marchés actions. Le trimestre qui vient de s'achever a connu un volume d'émissions historiquement élevé : \$825 milliards d'obligations émises (dont un grand nombre d'émissions garanties par les gouvernements). Un de nos gérants a bénéficié des plans de relance dans le secteur automobile et de l'initiation du TALF et a ainsi performé grâce à ses positions longues sur Ford. Nos gérants de fonds de crédit continuent à profiter de la volatilité et restent attachés à la sélection de crédits et à l'analyse de bons points d'entrée. Les meilleures opportunités proviennent des obligations à haut rendement et des parts seniors des « Distressed Securities » pour les positions longues et des titres « Investment Grade » pour les positions courtes (car ils pensent que d'autres dégradations de notation sont à venir).

Arbitrage de structure de capital

Nos gérants arrivent toujours à trouver des opportunités d'achat ou de vente à court terme (Trading), mais restent clairement à l'écart des opérations « Value-Oriented » car la réalisation de celles-ci sont souvent très longues. La « base négative » (écart entre obligations et dérivés de crédit) s'est contractée durant le mois, aidant un de nos gérants. Une autre opération contribuant à la performance a été d'être acheteur de CDS seniors contre la vente de CDS subordonnés. Le secteur des convertibles a également contribué à la performance, principalement à cause du resserrement des spreads de crédit et de la hausse des actions. Mars a vu la première obligation convertible en Europe depuis l'été dernier, 1.25 milliard d'euros émis par Arcelor Mittal. Elle a été plusieurs fois sursouscrite et s'est appréciée de plusieurs pourcents dans le marché gris. Le succès de cette transaction pourrait engendrer un regain d'activité dans ce secteur, alors que les rachats par les émetteurs continuent à réduire la liquidité de l'univers des obligations convertibles. Nos gérants sont positionnés pour bénéficier de cette tendance.

Stratégies Actions

Long/Short Actions

En mars, les marchés actions ont fortement progressé. Lors des 9 premiers jours de mars, le S&P 500 a d'abord perdu environ 8% avant de rebondir de plus de 18%, le secteur financier performant de +17.7% sur le mois. Cet environnement est toujours difficile pour nos gérants qui peuvent être pris à contrepied par la volatilité extrême des mouvements de marchés. A ce titre, un de nos gérants indiquait : « *le rebond de mars 2009 provient principalement des actions de sociétés survendues qui sont souvent sensibles à l'activité économique et très endettées* », ce qui signifie que les prix des positions vendeuses augmentent beaucoup plus que ceux des positions acheteuses.

Néanmoins, nos fonds ont des performances positives depuis le début de l'année. Nous restons prudents car nous n'imaginons pas qu'une crise économique aussi profonde puisse se résoudre rapidement. Pour le moment, la plupart de nos gérants n'augmentent pas significativement leurs expositions.

Etats-Unis

Contrairement au mois précédent, nos 6 fonds représentant les poids les plus importants ont été négatifs. Cependant, en mars, les secteurs cycliques ont rebondi de +14.2%, ce qui a permis à un de nos gérants de générer une performance à deux chiffres. Leurs performances sont légèrement négatives sur l'année, ce qui est satisfaisant par rapport au marché (pour rappel, le S&P 500 baisse de 11.7% au 1^{er} trimestre 2009). Nous diversifierons d'avantage nos gérants US au fur et à mesure que les opportunités se présenteront.

Asie

Les gérants directionnels ont été les seuls à générer des performances positives en mars. Nos gérants japonais qui avaient un biais défensif ont souffert pendant le mois, comme ceux qui avaient un biais « net-short ». Néanmoins, un de nos gérants japonais a été contrariant : il était vendeur d'actions défensives et a acheté des actions bancaires en milieu de mois, ce qui lui a permis de très bien performer. La performance du reste de

notre poche L/S Actions Asie a été proche de zéro. Les résultats annoncés des entreprises ont été mauvais et peu d'entre elles se risquent à publier des prévisions pour la fin de l'année. Certains gérants pensent que les marchés vont continuer à fluctuer dans une large bande, au moins pour quelques mois. La volatilité devrait diminuer tout en restant sur des niveaux élevés, ce qui pourrait être un environnement favorable pour nos gérants.

Europe

La performance de nos gérants de fonds L/S actions Europe a été proche de zéro en mars. Globalement, les fonds performants ont été soit les gérants ayant une approche fondamentale réactive (achat opportuniste des actions non-défensives qui ont été bradées durant les deux premiers mois de 2009) ou bien les gérants flexibles qui ont choisi d'augmenter leurs expositions pendant le rebond.

La rationalité continue de revenir sur les marchés, ce qui permet à nos gérants de créer de l'alpha sur les parties « Long et Short » de leurs portefeuilles depuis le début de l'année. Comme l'a mentionné un de nos gérants dans son rapport mensuel : « *les investisseurs commencent à différencier les entreprises qui réussiront à passer ce cycle de crise et celles qui connaîtront de réelles difficultés. Les bons résultats des entreprises sont récompensés et les mauvais ne sont pas pénalisés de façon excessive* ». Nous sommes donc optimistes sur cette stratégie, surtout que nos fonds ne dépendent pas de la continuation du rebond actuel pour générer des performances positives.

Long/Short Actions faible Low-Beta

Les tendances sectorielles ont été importantes en mars : les secteurs « cycliques » et à « fort beta » ont très bien performé pendant le mois de mars, principalement grâce au rebond du secteur automobile : +13.9%, des matériaux de base : +13.3% et les établissements bancaires : +10.4%. A l'inverse, les secteurs « défensifs » n'ont pas participé au rebond : services (-3.3%), biens de consommation (-3.1%). Les fonds Low-Beta ont eu des performances diverses en fonction de leurs positionnements sectoriels, mais ont contribué positivement dans l'ensemble. Un de nos gérants a été négativement impacté pour le deuxième mois consécutif à cause de son biais long sur le secteur défensif et short sur le secteur cyclique. Les fonds performants ont été les gérants ayant une approche fondamentale mais réactive (achat opportuniste des actions non-défensives).

Evénements fusions

Nos fonds Event Driven ont eu des performances légèrement négatives durant le mois de mars. Les fonds ayant des positions vendeuses sur les valeurs à « fort beta » et sur les financières ont été touchés par le rebond des marchés et par l'évolution de l'aversion au risque. Ces pertes ont été partiellement compensées par plusieurs fonds qui ont gagné de l'argent grâce à l'arbitrage de fusion/acquisition, notamment sur Genentech qui a finalement été acquis par Roche, après la revalorisation de son offre, au terme de 8 mois de bataille. Certains fonds ont également bénéficié de leurs investissements « distressed » qui ont bien performé.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

Les fonds Global Macro ont contribué de manière positive à la performance en mars. Nos gérants ont bénéficié d'un plus grand appétit pour le risque, du brusque rebond du marché des actions et de la baisse des taux à court terme aux Etats-Unis et en Europe. Un de nos gérants estime que « *l'optimisme observé en mars sous-estime l'ampleur du processus de désendettement de l'ensemble de l'économie américaine* ». Une autre annonce a été l'implémentation de mesures d'assouplissement quantitatif via la monétarisation de la dette par la FED et la Banque d'Angleterre. Ces mesures ont été perçues comme un signe de désespoir des banques centrales qui préféreront courir le risque inflationniste à celui d'une dépression majeure et d'une spirale déflationniste due à la dette. Ces émissions massives du Trésor US finiront un jour ou l'autre par générer de l'inflation. Certains de nos gérants commencent à se positionner pour bénéficier d'une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt long-terme aux Etats-Unis.

Trading Systématique

Le mois de mars a été un mois difficile pour nos gérants « suiveurs de tendances à moyen et long-terme ». En effet, les marchés ont soit inversé leurs précédentes directions soit perdu toute tendance. Ces gérants maintiennent leur exposition à des niveaux très bas (proche de 1). Les gains sur les taux d'intérêt à court et long terme et sur les devises ont partiellement compensé les pertes sur les matières premières et sur les indices actions. Les gérants qui suivent des tendances à court terme ou à « haute fréquence » ont bien performé, bénéficiant d'un niveau de volatilité soutenu dans la plupart des classes d'actifs.

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.