



20 mai 2009

Les différents marchés actions mondiaux ont eu des performances spectaculaires en avril. Les indices Européens et Asiatiques ont progressé d'environ +16% et +12%, et le S&P a clôturé le mois proche des +10%, sa plus forte hausse mensuelle depuis 2000.

Ce rebond s'explique principalement par:

- L'annonce de données économiques meilleures que prévues, avec notamment le rebond de l'indice PMI (indice qui synthétise l'activité des secteurs manufacturiers et des services) et la stabilisation du marché immobilier américain.
- Les résultats trimestriels des entreprises meilleurs que prévus (particulièrement pour les banques américaines).
- Un LIBOR plus bas et des marchés de crédit en hausse.
- Les taux d'intérêt faibles (proches de zéro) et l'abondance de liquidité qui ont renforcé l'appétit au risque, ainsi que le redéploiement des capitaux des investisseurs qui ont tendance à croire que le pire de la crise économique est passé.
- Et enfin, la couverture de positions vendeuses; en effet, la plupart des investisseurs pensaient que les récentes performances des marchés boursiers n'étaient qu'une correction dans un marché baissier (« bear market rally ») et par conséquent, ils n'étaient pas préparés à l'amplitude et la durée du rebond.

Tous les actifs risqués ont bénéficié de ce retour de confiance. Le leitmotiv du mois a été « *plus l'actif est risqué, meilleur il est* ». Par exemple, l'indice High Yield de Merrill Lynch a grimpé de plus de 11% en avril et les devises des marchés émergents ont rebondi.

D'un autre côté, les obligations d'Etat et le dollar ont chuté.

Depuis le début de l'année, en dollar, la performance des principales classes d'actifs est toujours négative: -1,1% pour les marchés actions mondiaux (MSCI World), -4,8% pour les obligations d'Etat (Citigroup Government Bonds) et -11,5% pour les matières premières (S&P GSCI).

Dans ces marchés difficiles, les Hedge Funds sont positifs +2,3% (HFRX Global Hedge Funds).

Tous nos gérants sont conscients que des risques économiques importants sont toujours présents. Ils pensent que les difficultés du système bancaire mondial sont un obstacle à une croissance durable du PIB à moyen terme. Toutefois, certains sont aujourd'hui plus constructifs, pensant que le premier trimestre a marqué le creux du cycle économique et que, tant que la santé du système bancaire ne se dégrade pas d'avantage, un rebond significatif de l'activité pourrait être envisageable.

Nous pensons que le marché est aujourd'hui principalement tiré par l'optimisme des investisseurs, une condition nécessaire mais non suffisante pour une reprise durable. Si nous pouvions mesurer la part des fondamentaux dans les mouvements de marché, ce niveau serait certainement proche de son plus bas, même si le pire de la récession semble être derrière nous.

Stratégies de Taux et de Valeur Relative

Long/Short Taux et Devises

Cette stratégie a fortement performé au cours du mois d'avril. La baisse des taux d'intérêt de 25bps par la BCE à 1,25%, ainsi qu'une nette inflexion dans les flux de données ont entraîné une pentification des courbes de taux, la dépréciation du dollar, et la dégradation des marchés obligataires en général. Alors qu'un gérant a été pris à contre-pied par ce retour à l'optimisme général, d'autres gérants ont eux, généré des performances très positives, bénéficiant de la chute des taux du LIBOR.

Arbitrage Taux d'Intérêt

Cette stratégie a contribué positivement à la performance de nos fonds en avril. Nos gérants ont bénéficié d'une combinaison d'une baisse des taux asiatiques, des taux à terme des Fed Funds et du Sterling Libor et d'un Euribor bas. Ils continuent également à participer activement à l'expansion des programmes d'émission des obligations d'Etat.

Toutefois, même si nos gérants ont remarqué que le taux de contraction économique a ralenti et qu'ils pensent que les nouvelles économiques à court terme peuvent contribuer au rebond, ils doutent de la

durabilité de celui-ci à moyen terme. Cette idée se remarque de façon consensuelle dans les marchés, les acteurs s'accordent à penser que les banques centrales garderont leurs taux bas pour longtemps. Nos gérants pensent que les conditions de financement se sont améliorées et que les taux LIBORs vont continuer leurs chutes.

MBS et Arbitrage de Volatilité

Notre gérant d'emprunts hypothécaires a été légèrement négatif en avril. Le portage des portefeuilles continue d'être positif d'environ 1.5% par mois et la réduction des spreads lui a été bénéfique. Mais les positions «courtes» des portefeuilles ont souffert et leur taille a été sensiblement réduite. Enfin, quelques restructurations japonaises de «REITs» (c.à.d. des véhicules d'investissement immobilier) ont pesé négativement sur la performance tout au long du mois. Cependant l'initiation du TALF et de la décision de la Fed d'acheter pour 300 milliards de dollars d'emprunts hypothécaires aideront indubitablement les marchés dans les mois à venir. Notre gérant est positionné pour bénéficier de cette tendance.

Long/Short Crédit

Les marchés du crédit ont fortement rebondi en avril, permettant à nos fonds d'afficher des performances positives. Nos gérants ont profité de leurs positions longues sur les prêts et les obligations à haut rendement qui ont compensé les pertes générées par les positions courtes de crédit. Les premiers signes d'amélioration économique («green shoots») pourraient indiquer que l'économie se stabilise. Néanmoins un de nos gérants reste sceptique quant à la durabilité de ce rebond même s'il reste conscient que des facteurs techniques pourraient tirer le marché plus haut. Si les niveaux actuels se tiennent ou continuent de se resserrer, et en l'absence de plus de données macroéconomiques positives, les gérants remettront en place leurs positions courtes dans les mois prochains. Pour l'instant, ils voient des opportunités dans les positions en valeur relative puisque des dislocations de structure de capital existent encore.

Arbitrage de structure de capital

L'arbitrage de structure de capital a été une stratégie performante en avril. Tous nos gérants Crédit ont bien performé, aidés par le resserrement des spreads des positions «Investment Grade» et «High Yield». Le marché des nouvelles émissions a ré-ouvert, avec un certain succès (Accor, Michelin, Holcim... en Europe uniquement) et avec une très forte demande des investisseurs «Long-only». De plus, la stratégie convertible a été un fort contributeur à la performance, avec une demande émanant de tous les acteurs, aussi bien des Hedge Funds que des investisseurs finaux, et les émetteurs ont profité de la réouverture des marchés financiers. Les nouvelles émissions gagnent généralement plusieurs points dans le marché gris, permettant des profits faciles pour tous ceux obtenant une allocation. Seul le «Trading» de volatilité de a sous-performé pour la plupart des gérants: les opportunités de gamma, générés grâce aux larges mouvements des différents indices actions (c.à.d. la volatilité), n'a pas pu compenser suffisamment la perte de «valeur temps» et la baisse de la volatilité implicite.

Stratégies Actions

Long/Short Actions

Sur les actions, avril a été une continuation de mars, ce qui fut difficile pour de nombreux gérants. L'écart de performance entre les grandes et les petites capitalisations (S & P 500 à +9.39% vs S&P 600 à +17.31%) illustre très bien ce qui s'est passé. Les acteurs du marché qui évitaient les actifs risqués sont revenus, et la peur de manquer le rebond a intensifié le mouvement haussier. Nous avons entendu que de nombreux gérants «Long-only» demandaient aux Hedge Funds quelles étaient les entreprises les plus vendues à découvert: ils voulaient les acheter... Du côté microéconomique, les entreprises qui étaient au bord de la faillite, ont réussi à trouver de nouveaux financements et à survivre, la preuve que le marché du crédit a ré-ouvert mais qu'il ne fonctionne pas de façon rationnelle. Un de nos gérants nous indiquait: *«les plus mauvaises valeurs sont celles qui ont monté le plus»!*

Les opinions des gérants sur le marché vont de «Bullish» à «Bearish» et cela pourrait contribuer à maintenir un niveau de volatilité élevé. Globalement, les sentiments de la majorité de nos gérants restent très négatifs ou prudents, mais ils attendent que le marché redevienne favorable à de la sélection de titre. Comme l'a mentionné un de nos gérants: *«le rebond du marché a été fondé sur un espoir que les choses aillent mieux mais les faits montrent que cela empire».*

Etats-Unis

Nos différents fonds n'ont pas bénéficié du rebond d'avril, et même nos gérants en position nette acheteuse n'ont pas tous gagné de l'argent. Ils étaient acheteurs des titres des entreprises de bonne qualité qui n'ont pas très bien performé et vendeurs des entreprises de mauvaise qualité qui ont fortement rebondi. Les secteurs des équipements de la santé et des services ont été stables; les secteurs financiers, des technologies et des services aux consommateurs ont respectivement progressé de +22%, +14% et +18%. La corrélation a été très élevée et la sélection de titres n'a pas été récompensée. Nos fonds les plus agressifs sont ceux qui ont gagné de l'argent, et ce en étant acheteur de petites capitalisations boursières ou de titres cycliques. Du fait de la

volatilité et des risques que ces fonds peuvent présenter, ce sont de petites positions dans nos portefeuilles et leur contribution à la performance de nos fonds n'a pas été significative.

Asie

Afin de bénéficier du rebond du marché, certains de nos gérants ont accru leur exposition brute en ajoutant des positions acheteuses, plus précisément des actions « de début de cycle » (early cyclicals). Mais ils ont également accru le nombre de positions vendeuses et, par conséquent, leur exposition nette n'a pas beaucoup varié. Cependant, leur performance a été affectée du fait que leurs positions acheteuses s'étaient portées surtout sur des titres défensifs. Comme le dit un de nos gérants : « *si vous aviez été acheteur durant le mois de titres bon marché avec de bons bilans, des multiples bas et des dividendes élevés, que l'on trouve surtout dans les secteurs télécom et utilities, et vendeur de titres cycliques (banques, minères, industrielles) avec des bilans fragiles, des multiples élevés et de faibles dividendes, vous auriez pu perdre de l'argent même avec une position nette 70% acheteuse* ». L'un de nos gérants japonais, qui en début d'année avait changé son portefeuille vers un positionnement plus agressif (long des actions « de début de cycle »), est maintenant positif de +10% malgré une exposition nette acheteuse de seulement +15% à +20%. La rotation des positions sectorielles est la clé dans ce marché.

Europe

Il y a eu une grande dispersion des performances entre nos gérants en avril. Même si nous sommes déçus de ne pas avoir généré une performance proche de celle du marché, nous étions conscients que nous sous-performerions le rebond du fait de notre très faible exposition nette au marché et de notre concentration sur la génération d'alpha. De plus, les titres qui ont monté furent les titres de mauvaise qualité avec de faibles fondamentaux, titres qui ne sont généralement pas privilégiés par nos gérants. Ce rebond a été particulièrement brutal et dans de faibles volumes; de nombreux Hedge Funds et fonds « Long-only » n'y ont pas participé. Mais nous restons confiants, et nous voyons de nombreuses opportunités pour nos gérants sur les parties acheteuses et vendeuses de leurs portefeuilles, que ce rebond dans un marché baissier continue ou non.

Long/Short Actions faible Beta

Les quelques gérants ayant une faible exposition nette acheteuse ont bénéficié des mouvements haussiers des marchés et ont eu des performances positives. L'ensemble de nos gérants apprécie le retour à de meilleures conditions de marché en 2009, et aussi sur le fait qu'il y a beaucoup moins d'acteurs exploitant les différentes inefficiences. Les investisseurs ont favorisé les titres qui ont annoncé des émissions préférentielles ou les plus cycliques, dans l'espoir que ces titres performeront le plus quand les conditions économiques seront meilleures.

Evénements fusions

Nos fonds d'événements fusions ont bien performé durant le mois, en partie grâce à de petits investissements dans les situations de « Distressed » qui ont très bien performé. Un de nos gérants spécialisé dans ce domaine, et plus précisément dans le Crédit, a également bénéficié de la normalisation de plusieurs positions, particulièrement dans les domaines « High Yield » et des obligations convertibles.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

La stratégie Global Macro a contribué positivement à la performance de nos fonds grâce à leurs positions sur le Crédit et les devises. Nos gérants macro sont très positifs à court terme avec une économie globale soutenue par (1) un retournement du cycle de stockage-déstockage, (2) les stimuli économiques qui commencent à avoir un impact, et (3) le manque de croissance du crédit qui peut ne pas être un obstacle à un rebond cyclique (Biggs et Mayer nous rappellent justement que dans les années 1930, la croissance du crédit est devenue positive en 1936, mais cela n'a pas empêché une croissance de la demande privée domestique d'être proche de +10% en 1934 et 1935). A moyen terme, l'image est moins rose, car nul ne sait quand le système bancaire va se redresser, si les ménages américains vont modifier leurs habitudes de consommation et quand la demande privée intérieure s'accélérera dans les autres régions, en particulier en Asie.

Trading Systématique

Les gérants qui suivent des tendances à court terme ou à « haute fréquence » ont peu progressé durant le mois, avec l'un d'entre eux enregistrant une perte due aux fluctuations erratiques des marchés lors de l'annonce de la grippe porcine. De nombreuses classes d'actifs, dont les matières premières, ont évolué dans des bandes assez étroites, ce qui a impacté la performance de nos gérants « suiveurs de tendances à moyen et long terme ».

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.