



22 juin 2009

Le regain d'optimisme et d'appétit pour le risque, après la capitulation de la mi-mars, a conduit à la plus importante hausse sur trois mois pour le S&P 500 depuis la grande dépression. En mai, tous les actifs risqués ont augmenté significativement: +16% pour les marchés actions des pays émergents (MSCI EM), +14% pour les matières premières (CRB Index) et +7% pour les obligations «High Yield» (Merrill Lynch Index). Symétriquement, les actifs plus surs ont chuté; les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans sont remontés d'environ 50 bps en mai, passant de 2.50% en mars à 3.50% fin mai.

Cet environnement s'est avéré favorable pour la plupart des stratégies de Hedge Funds. Les gérants avec un biais long sur les actions, le crédit, les marchés émergents ou les matières premières ont été les principaux bénéficiaires; cependant, même les stratégies de valeur relative ont été positives, le retour de la liquidité et de l'appétit pour le risque ayant contribué à l'amélioration de la rationalité sur toutes les classes d'actifs. L'indice HFRX Global Hedge Fund a gagné de +3.15% en mai (+5.5% YTD).

Le risque extrême d'un éclatement total du système financier américain semble s'être dissipé de manière spectaculaire, à la suite des résultats rassurants des stress-tests et de la facilité des banques américaines à lever immédiatement 65 milliards de dollars. Un autre point positif est la hausse des rendements obligataires et la pentification de la courbe des taux annonçant généralement un cycle de reprise. Cependant, le mouvement des obligations longues et la flambée des taux hypothécaires pourraient faire dérailler toute amélioration du marché immobilier américain.

La confiance des consommateurs est revenue des 2 côtés de l'Atlantique mais reste fragile. En effet, avec un prix du pétrole qui a plus que doublé depuis ses plus bas en février, un taux de chômage élevé et croissant, et une augmentation des impôts et des taux d'intérêts en 2010, nous pourrions voir cette tendance s'inverser rapidement.

Généralement, il se peut que les acteurs du marché surestiment la durabilité de la reprise. Même si la plupart de nos gérants sont de plus en plus confortables avec les facteurs techniques des marchés, ils pensent que la prudence s'impose autour des fondamentaux et des valorisations, et qu'un positionnement défensif est toujours très approprié.

Comme l'un de nos gérants le mentionnait: *«globalement, nous pensons que notre stratégie de recentrage sur des marchés et instruments liquides, et notre positionnement «long d'événements extrêmes»(*), continuera de bien performer.»*

(*) qui profiterait de la réalisation d'événements extrêmes

Stratégies de Taux et de Valeur Relative

Long/Short Taux et Devises

Les fonds L/S Taux et Devises ont contribué positivement en mai. Les marchés étaient désireux de trouver des signes d'amélioration économique («green shoots») dans les données économiques et statistiques. Du côté positif, la plupart des gérants ont eu 3 thèmes en commun: 1) la pentification des courbes de taux, aussi bien sur les marchés émergents que dans les pays du G7, signe potentiel d'un retour imminent de la croissance; 2) le maintien des taux courts à des niveaux bas, étant donné le ton accommodant des principales banques centrales, particulièrement en Europe et en Angleterre, et 3) la force des devises des marchés émergents qui ont bien joué la reprise du cycle de restockage et les pressions haussières sur les matières premières. La faiblesse du dollar et l'offre d'obligations ont fait remonter les rendements aux USA, et, à la surprise générale, en Europe, où le ralentissement continue. Enfin, un de nos gérants a bénéficié de l'augmentation de la volatilité sur les taux d'intérêts.

Arbitrage Taux d'Intérêt

Cette stratégie a performé au cours du mois. Les bons résultats des stress tests des principales banques américaines durant la première quinzaine de mai furent le moteur des marchés. Ils ont été interprétés comme un signe qu'avec une augmentation de capital additionnelle, les principales banques, tout comme l'économie, seraient proche de la voie de la reprise. La pentification des courbes de taux aux USA et l'élargissement du «point mort» d'inflation furent également deux paris gagnants en mai.

Nos gérants restent vigilants quant au positionnement généralement baissier sur les marchés des Taux d'Intérêts US et leur tendance à rester volatiles. Ils continuent de trouver des opportunités attractives en valeur relative dans l'univers des obligations, car les émissions gouvernementales et les opérations de rachats continuent de créer des distorsions.

MBS et Arbitrage de Volatilité

L'arbitrage d'emprunts hypothécaires a mal performé en mai. Le programme TALF continue d'avancer, avec 14 nouveaux contrats évalués en mai. Le revenu net de coupon du portefeuille de notre unique gérant dans cet univers a diminué, avec l'altération des ABS et la chute des taux du Libor. Egalement, les protections sur les positions vendeuses de crédit ont augmenté les pertes du mois car les «spreads» se sont resserrés.

Long/Short Crédit

La poursuite du rebond du marché du crédit en mai a permis à nos fonds d'afficher des performances positives, et cela malgré une vague sans précédent d'émissions non-financières. L'indice High Yield de Merrill Lynch a gagné +7.11% durant le mois. La mise en œuvre continue des programmes gouvernementaux, une liquidité abondante et le renforcement des bilans des banques ont contribué à ce rebond.

Bien qu'une partie de la performance a été réalisé grâce aux positions longues obligataires, la capacité de nos gérants à effectuer de bonnes recherches fondamentales au niveau du crédit des entreprises leur a permis de réaliser des gains sur leurs positions de valeur relative.

Arbitrage de structure de capital

L'arbitrage de structure de capital a été une stratégie performante en mai. Les obligations convertibles, l'arbitrage de structure de capital, de volatilité et des «situations spéciales» ont fortement progressé. Le marché des convertibles a performé grâce à la continuité des émissions et l'apparition de nouveaux noms (Anglogold, Danone et Infineon ont émis pour \$1.5 milliard). Nos gérants ont principalement bénéficié de la demande des investisseurs «Long-only» sur le marché gris. Du côté de la volatilité, les stratégies d'arbitrage étant « long » du crédit et des swaps de variance en Europe et vendeurs du crédit et de la volatilité aux USA ont généré une performance positive. Pour la partie des situations spéciales, certains thèmes sur le crédit furent profitables, comme par exemple être « long » des financières et vendeurs des entreprises, ou jouer la compression des spreads entre les catégories «High Yield» et «High Grade». Enfin, nos gérants ont bénéficié d'opportunités entre les divers produits de la structure de capital de nombreuses entreprises.

Stratégies Actions

Long/Short Actions

En mai, le S&P a progressé à un rythme plus lent (+5.31%) en comparaison avec les deux derniers mois. Les grandes capitalisations boursières ont surperformé les petites (S&P 500: +5.31% vs S&P 600: +1.52%). De plus, les secteurs qui étaient à la traîne en avril comme les biens de consommation, la santé, l'énergie et le pétrole ont respectivement progressé de +5.48%, +6.53%, +21.10% et +26.84% pendant le mois. Enfin, si les perdants du mois derniers sont les gagnants ce mois ci, la réciproque est également vraie.

La volatilité a diminué pendant le mois (-15% pour le VIX), mais reste sur des niveaux élevés (≈30%), ce qui se caractérise par un niveau élevé d'incertitude et une faible visibilité pour nos gérants. Comme l'un d'eux l'a mentionné: *«Cela ne devrait pas être une surprise que les choses empirer à un rythme plus lent, mais les investisseurs veulent croire que le pire est derrière nous. Pourtant, la situation ne fait qu'empirer.»* En accord avec cette déclaration, les gérants gardent une position prudente. Les acteurs tant «Bullish» que «Bearish» attendent que la corrélation se réduise et que les fondamentaux dirigent à nouveau les marchés avant de déployer d'avantage de capital.

Etats-Unis

Parmi nos gérants, celui qui a le mieux performé en mai a bénéficié de son allocation sectorielle tant sur ses positions acheteuses (exposition nette longue sur le secteur de l'énergie et de la santé) que vendeuses (exposition nette short sur le secteur des services aux consommateurs). Ce fonds a également performé en étant plus acheteur de larges capitalisations que vendeur de petites capitalisations. A l'inverse, un de nos gérants a constaté des pertes en raison de sa sous-estimation du mouvement du secteur financier et de ses positions vendeuses sur les financières US et chinoises. Comme nous l'avions indiqué le mois dernier, nos gérants les plus agressifs (acheteur de petites capitalisations boursières ou de titres cycliques) restent de petites allocations dans nos portefeuilles et leurs contributions à la performance de nos fonds n'ont pas été significative.

Asie

A l'exception d'un gérant qui avait un biais court et qui a perdu 1,5%, tous nos fonds ont performé positivement en mai (entre +1% et +15%). Nos gérants directionnels ont eu des performances historiquement élevées mais ce fut aussi les cas pour les autres stratégies (L/S faible Beta, L/S flexible, Fixed Income ...). La rotation et la dispersion des positions sectorielles ont été plus faibles en mai ce qui a aidé nos gérants à générer de l'alpha. Un de nos gérants a bénéficié de ses positions longues sur les obligations convertibles, instrument surperformant la plupart des classes d'actifs en mai.

Nous sommes toujours dans un contexte incertain, et il n'y a pas de raison d'être trop agressif. D'après nos gérants, au Japon par exemple, les indicateurs économiques commencent à repartir vers le haut; cependant les capacités de production sont sous utilisées et il n'y a pas de visibilité sur les prévisions de bénéfices. Ainsi, l'optimisme actuel des entreprises n'est pas partagé par tous.

Europe

Bien que diverses, les performances en mai de tous nos fonds sous-jacents ont été positive à l'exception de 3 d'entre eux. Les petites capitalisations boursières (+5% en mai) ont continué de surperformer l'indice global, ce qui a été bénéfique à nos 2 gérants de petites capitalisations.

Nous sommes encouragés par le retour à la rationalité des marchés en 2009, ce qui fut particulièrement notable en mai. L'année 2008 a laissé de grandes inefficiences sur les marchés européens, et nos gérants ont su en bénéficier, tout particulièrement depuis que le nombre d'acteurs les exploitant a fortement diminué. Nous sommes donc optimistes sur cette stratégie, surtout que nos fonds ne dépendent pas de la direction des marchés.

Long/Short Actions faible Beta

La plupart de nos gérants s'accorde à dire que le mois de mai a vu un certain retour à la normale, ce qui explique les bonnes performances de nos fonds sous-jacents. En effet, comme les fondamentaux se stabilisent, les investisseurs sont de plus en plus capables d'être discriminants dans leurs choix de titres et de secteurs, et cela a permis à nos gérants de gagner de l'argent à la fois sur les parties acheteuses et vendeuses de leurs portefeuilles.

Evénements fusions

Nos fonds d'événements-fusions ont très bien performé durant le mois grâce à des gains notables dans les obligations hybrides ou dans les instruments «Tier 1» des institutions financières (actions ordinaires et certificats d'investissement, intérêts minoritaires) traitant bien en dessous de leur valeur nominale. En effet, les marchés s'attendent à ce que ces institutions rachètent leurs titres et en émettent de nouveaux au pair pour augmenter leurs capitaux propres.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

Les fonds Global Macro ont été positifs en mai grâce à leurs positions sur le crédit et les devises, des positions sur la pentification de la courbe des taux US, des opérations sur les marchés monétaires anglais et sur les matières premières aussi bien en direct (pétrole et cuivre) que via les devises des pays producteurs. En effet, certains de nos gérants estiment que les matières premières sont une excellente position pour jouer la reprise car les stocks sont bas et le dollar est susceptible de faiblir. Ces gérants pensent que les marchés financiers se sont normalisés et sont davantage immunisés contre les chocs. Ainsi, les stress tests des banques et les faillites récentes de grandes entreprises (secteur automobile) n'ont pas donné lieu à de nouveaux épisodes de crise sur les marchés. Cependant, des signes alarmants de ralentissement continuent d'apparaître. L'effondrement des Treasuries et la montée du prix de l'or prédisent des tensions inflationnistes. Bien que la pentification de la courbe des taux ait aidé le système financier à réduire le risque systémique, la capacité de la FED à trouver le juste équilibre entre la croissance et l'inflation est loin d'être assuré. Néanmoins, le marché semble avoir adopté ce nouveau principe: *«moins de mauvaises nouvelles, c'est une bonne nouvelle»*.

Trading Systématique

Après un mois d'avril difficile, mai fut le meilleur mois réalisé pour beaucoup de gérants «suiveurs de tendance à court terme» ou «haute fréquence», y compris nos gérants. Ils étaient particulièrement bien positionnés sur les marchés de taux d'intérêts, et ont bénéficié des ventes massives sur les marchés obligataires. Les actions et les matières premières ont également contribué positivement. Les performances des gérants «suiveurs de tendances à moyen et long terme» furent mitigées, voir négatives. L'exposition (mesurée par le montant des collatéraux) a augmenté mais reste sur des niveaux historiquement bas.

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.