

HDF

STRATÉGIES

Juin 2009



22 juillet 2009

Après l'un des plus spectaculaires rebonds de 3 mois dans l'histoire, les marchés des actions et du crédit ont consolidé en juin. Les données économiques et les enquêtes de confiance montrent un essoufflement, et les participants attendent des résultats trimestriels et davantage de signaux confirmant la reprise économique.

Après un très bon début de mois, les indices actions mondiaux ont vacillé et ont atteint les niveaux de la 1^{ère} semaine de mai, alors que la volatilité a cessé de chuter et que les volumes se sont effondrés.

Les secteurs défensifs et de consommation ont bien performé. Les investisseurs se sont en effet écartés des positions plus cycliques, après le long rebond des marchés et suite au retour d'un doute quant à une reprise économique mondiale.

L'ambiance sur le marché des taux et devises a été affectée par la publication des chiffres de l'emploi américain en mai (publié en juin) qui indiquent que l'emploi non agricole a diminué plus lentement que prévu. Cela a d'abord provoqué un effondrement du marché obligataire, mais les obligations ont ensuite bénéficié de réallocations de capitaux en provenance des actions dans la 2^{ème} partie du mois.

Des désinvestissements ont été observés sur les matières premières avec l'or qui a perdu plus de 5% et l'argent 13%. En revanche, le pétrole a fini en hausse de près de 5%, en hausse pour le cinquième mois consécutif.

La question est toujours de savoir si les dépenses gouvernementales seront en mesure de compenser la faiblesse du secteur privé. Les paris directionnels à long terme ne sont pas adaptés à cet environnement, et c'est pourquoi nous nous assurons que la plupart de nos gérants génèrent du rendement à court terme. Les résultats des entreprises au 2^{ème} trimestre, qui doivent être publiés en juillet, pourraient constituer un catalyseur à la hausse ou à la baisse des marchés, et la réactivité de nos gérants sera donc la clef du succès.

L'indice HFRX Global Hedge Fund Index a été stable sur le mois de juin (+0.04%). Mais la performance de nos gérants a été satisfaisante, avec HDF Multi Alternatives à +0.62% et HDF Global Opportunities à +0.40% en juin.

Stratégies de Taux et de Valeur Relative

Long/Short Taux et Devises & Arbitrage Taux d'Intérêt

Les fonds Taux et Devises ont eu une contribution légèrement négative en juin. Aux Etats-Unis, la pentification de la courbe des taux s'est stabilisée, les volatilités implicites et historiques ont augmenté significativement à la fois sur les taux courts et sur les taux longs. Alors que les ventes des mois précédents avaient eu lieu sur la partie longue des courbes de taux, déclenchées par la faiblesse des emprunts hypothécaires, les ventes de juin ont eu lieu plutôt sur la partie courte des courbes des taux.

En Europe, les positions de valeur relative ont été affectées par le fort aplatissement de la courbe des taux Euro (les taux des obligations à 10 ans ont diminué de 20 points de base). La Banque Centrale Européenne a laissé son taux directeur inchangé à 1% et a injecté des liquidités à travers des opérations de refinancement à 1 an. Cela a relancé l'espoir d'un retour de liquidités sur les marchés de crédit en général ce qui a soutenu les marchés dans la 2^{ème} partie du mois.

Certains de nos gérants pensent que le risque de déflation est le plus préoccupant, alors que la majorité des intervenants ne pense qu'au risque d'inflation.

Nos gérants estiment que dans l'environnement actuel (fortes émissions d'obligations d'état, et faible appétit à charger les bilans et à porter des risques), ils continueront de trouver des opportunités en valeur relative.

MBS et Arbitrage de Volatilité

Les allocations MBS «Non-Agency» et ABS ont été rentables en juin. Les positions senior en MBS «Non-Agency» ont rebondi suite aux signes de stabilisation du système financier et à l'amélioration de la liquidité. Les spreads des ABS se sont réduits du au programme TALF qui encourage les investissements du secteur privé dans ce marché. Le portage positif des portefeuilles, les rendements hypothécaires plus attractifs, et la pente de la courbe des taux continuent d'être bénéfiques à la performance globale.

Long/Short Crédit

Les fonds L/S crédit ont été positifs en juin bien que le fort rebond du marché du crédit commencé en mars comme à s'essouffler. Le nombre de nouvelles émissions continue d'être élevé, avec près de \$57 milliard d'obligations «High grade» et \$17.5 milliard de «High Yield».

Les stratégies de spread et de portage ont également été positives pendant le mois. Les opérations rentables ont été les achats sur les financières, les télécommunications et les services ainsi que les ventes sur les industriels et les médias.

Avec la baisse générale de la volatilité, nos gérants sont confiants dans leur capacité de trouver des opportunités d'achat et de vente dans les marchés de crédit. Ils restent néanmoins prudents à l'approche des annonces de résultats trimestriels.

Arbitrage de structure de capital

En juin, le marché primaire des convertibles a été particulièrement actif en Europe avec 17 nouvelles émissions pour un total de €5.4 milliard. Bien que les nouvelles émissions n'aient pas contribué considérablement à la performance, nos gérants ont sélectivement investi dans certaines d'entre elles. Cela est dû au fait que le marché des convertibles a connu un changement significatif au niveau de l'offre et de la demande. La majorité des nouvelles émissions ont été émises à un prix proche de leur juste valeur, puis elles ont traité en dessous de celle-ci dans le marché gris. Bien que le prix des nouvelles émissions ne soit pas attractif, nos gérants pensent que le renouvellement des encours dans l'univers des convertibles européens ouvre la voie à de nouvelles opportunités, car de plus en plus d'investisseurs sont des investisseurs finaux (non couverts).

Stratégies Actions

Long/Short Actions

Les fonds Long/Short Actions ont eu une légère contribution positive en juin. La rotation sectorielle des positions cycliques vers des positions défensives a finalement eu lieu, avec une forte dispersion sectorielle pendant le mois. Les gérants qui avaient des positions plus cycliques dans leurs portefeuilles depuis le début de l'année ont eu plus de difficultés, mais ont généralement réussi à contenir leurs pertes car ils ont réduit la taille de ces positions et de leurs expositions brutes à la fin du mois. A l'inverse, les gérants qui étaient positionnés pour profiter d'un retournement des secteurs ont, après une longue attente, tiré profit de cette rotation sectorielle.

Etats-Unis

Juin a été une période difficile pour certains de nos gérants car le marché a été volatile. Le S&P a fluctué entre +2.95% et -2.84%, et des variations significatives ont été observées aussi bien dans la partie haute que basse de cette bande. Malgré cette volatilité, la S&P a été stable sur le mois (+0.02%). Les bonnes performances des secteurs des services (+5.11%), des technologies (+3.91%) et de la santé (+2.54%) ont été compensées par la baisse des secteurs des matériaux (-4.89%), de l'énergie (-4.68%) et des financières (-2.24%).

Les opinions de nos gérants sont divergentes. D'un côté, les plus optimistes pensent que nous avons évité le pire mais que nous pourrions souffrir d'un ralentissement de la croissance dans les années à venir. De l'autre côté, les plus pessimistes pensent que les marchés n'ont pas encore touché les plus bas. Mais tous s'accordent à dire que les annonces des résultats du 2^{ème} trimestre seront très importantes. Les bons «Stock Pickers» devraient trouver des opportunités et bien performer.

Asie

Durant le mois de juin et dans la continuité de mai, nos gérants ont généré de l'alpha. Nos gérants japonais ont bien performé (+2.3% en moyenne), principalement grâce à leurs positions nettes longues sur les petites capitalisations boursières. Comme nous l'avions mentionné le mois dernier, la rationalité est revenue sur le marché nippon. La rotation des positions sectorielles a été faible sur le trimestre, ce qui est un bon environnement pour les acteurs locaux. D'autre part, les fonds avec des expositions sur l'Inde, la Corée et Taiwan ont été stables, ou légèrement négatifs sur le mois.

Nos récentes discussions avec nos gérants soulignent à quel point la fin de l'été sera cruciale. Si le risque d'une récession à double creux (caractérisée par une première chute du produit intérieur brut suivie, après une reprise avortée, d'une rechute plus profonde) se confirme et arrive aux Etats-Unis, nos gérants diminueront leurs expositions. Par ailleurs, leurs positions acheteuses ont déjà évolué de cycliques à défensives au cas où cette correction se confirmerait dans les semaines à venir.

Europe

Le rebond a créé pour nos gérants de nombreuses opportunités de création d'Alpha, aussi bien sur les positions acheteuses que vendeuses. En effet, les prix de certains titres ont monté arbitrairement seulement en raison du secteur où elles se trouvent.

Comme l'un de nos gérants le mentionnait: *«l'une des interrogations est le flou créé par les nombreuses interventions des Banques Centrales et des gouvernements, rendant difficile de savoir si la récente stabilisation est durable ou non.»* Dans tous les cas, nous continuons de gérer nos portefeuilles avec un faible biais directionnel, et nous sommes encouragés par la bonne capacité de nos gérants à continuer de générer de l'alpha.

Evénements fusions

Nos fonds d'événements fusions ont bien performé en juin. Il y a eu plus de 25 nouvelles transactions annoncées en Europe, ce qui fait de juin le meilleur mois depuis les deux dernières années. Certains gérants ont également généré des gains sur leurs positions en crédit.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

Les fonds Global Macro ont été négatifs en juin à cause de la volatilité du marché des taux d'intérêt. Des positions sur la partie longue des courbes de taux US ont été gagnantes, mais des pertes ont été enregistrées sur des positions directionnelles sur les marchés des devises et des matières premières (le prix du pétrole ayant augmenté les deux premières semaines pour rebaisser ensuite).

Le rebond cyclique de l'économie globale a continué, avec en particulier des signes encourageants sur les marchés émergents. Mais, ce rebond ayant été provoqué par des niveaux de stocks encourageants à court terme et par la dynamique des politiques fiscales, il se pourrait qu'il ne soit pas durable sur le long terme.

Certains de nos gérants ont joué ce rebond cyclique depuis 3 mois. Ils furent acheteurs de différentes matières premières et avaient une vue positive sur les devises des pays producteurs de matières premières par rapport au dollar. Certains ont maintenant réduit ces expositions pour jouer la volatilité des devises. Ils restent toujours positifs sur un rebond de l'activité globale à court terme, mais ils ont besoin de voir plus de signes encourageants à moyen terme (comme une reprise des ventes immobilières et du marché du crédit) afin d'avoir une vue significativement plus positive sur les actifs cycliques.

Trading Systématique

Les fonds de Trading Systématique ont eu des performances légèrement positives en juin. Les gérants «suiveurs de tendances» ont subi de légères pertes sur les marchés des taux d'intérêts qui ont été très volatiles.

Les gérants les plus réactifs avec un horizon à court et à moyen terme ont bien négocié les retournements de la plupart des marchés durant le mois. Ils ont bénéficié du rebond des matières premières et des actions au début du mois et ont su prendre leurs profits avant la vente massive de la fin de mois de juin.

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.