



23 décembre 2009

Stratégies de Taux et de Valeur Relative

L/S & Arbitrage Taux et Devises

Les gérants Long/Short & Arbitrage Taux et Devises ont généré des performances positives en novembre grâce au rebond des marchés de taux et de devises. Aux Etats-Unis, la courbe des taux s'est aplatie par la baisse des taux longs, et les volatilités implicite et réalisée sur les taux courts et longs ont chuté.

La fin de l'année approchant, nos gérants ont décidé de réduire certaines de leurs positions non stratégiques pour se concentrer sur les plus essentielles, notamment sur les marchés émergents, comme par exemple des positions de re pentification de la courbe des taux à terme. La plupart de nos gérants croient à une croissance limitée et à une inflation basse dans les pays du G3 (Etats-Unis, Union Européenne, Japon) à moyen terme.

Les gérants d'arbitrage de taux et devises s'accordent à dire que l'importance du déficit américain associé à l'arrêt du programme d'achat de MBS au cours du premier trimestre de 2010 pourront conduire à un élargissement des spreads. Ils ont par conséquent ajusté leur portefeuille afin de bénéficier d'un tel élargissement sur la partie longue de la courbe.

Long/Short Crédit

Nos gérants L/S Crédit ont été positifs sur le mois. Ils continuent d'être positionnés pour bénéficier d'une baisse des marchés, considérant que les risques pris par les investisseurs sur le marché du crédit ne sont plus rémunérés à leur juste valeur. Par conséquent, ils ont augmenté leurs positions vendeuses sur des noms ayant des spreads serrés, principalement des « Investment Grade » afin que leurs performances ne soient pas impactées par un nouveau resserrement des spreads de crédit. Concernant la partie longue de leur portefeuille, les positions sur les obligations à fort rendement (ex : ONO), les prêts à levier (American General Finance par exemple) et les dettes « Distressed » ont contribué positivement à la performance de novembre. Nos gérants continuent de trouver des opportunités aussi bien au niveau de nouvelles émissions de titres seniors que dans les refinancements. Nous continuons à penser que nos gérants ont les compétences nécessaires pour bien performer dans cet environnement plus propice aux paris micro économiques qu'aux paris macro économiques, et que leur talent de sélection de titre pourra s'exprimer pleinement.

Arbitrage de structure du capital - Evénements / Fusions

Ces deux stratégies ont été positives en novembre. Le resserrement des spreads de crédit n'offrant plus d'opportunités, nos gérants se sont tournés vers la stratégie « Situations Spéciales » et les dettes « Distressed ». Leurs positions sur les banques islandaises continuent de générer de la performance. Les positions longues sur les obligations de Général Motors et Ford ont été profitables sur le mois pour l'un de nos gérants, bénéficiant de l'annonce de meilleurs résultats que prévu au cours du 3^{ème} trimestre. Par ailleurs, les volumes d'émission d'obligations convertibles restent élevés avec 1 milliard de dollars en novembre, avec un poids important d'émissions de petites et moyennes capitalisations pour lesquelles les couvertures de crédit ou de l'exposition aux actions restent difficiles et chères. Finalement, au niveau des stratégies d'arbitrage de Structure de Capital, les spreads se sont élargis en ligne avec la légère baisse des taux, principalement à cause de la sous performance de dettes subordonnées par rapport aux dettes seniors (surtout sur les financières). L'un de nos gérants a commencé à monétiser son portefeuille, et cette tendance devrait se confirmer en décembre.

Stratégies Actions

Long/Short Actions

Etats-Unis

L'indice S&P500 a s'est apprécié de 5.7% en novembre, surperformant les indices des petites et moyennes capitalisations boursières (S&P 600: +2.5%, S&P 400:+3.8%), il enregistre une performance de +20% sur l'année.

En novembre, tous les secteurs ont connu des performances positives, comprises entre +3.82% (secteur des biens de consommation) et +9.01% (secteur de la santé). De plus, il est important de noter l'augmentation de +12.8% du prix de l'or et la performance de +4.5% du secteur des technologies portant la performance de ce secteur à +56.9% sur l'année. Les sous-secteurs de la santé ont connu au cours du mois des investissements massifs puisque ces derniers pourraient être de plus en plus contrôlés par le gouvernement américain. Ces faits, associés à la diminution des volumes sur le Dow Jones, que ce soit en montant (de 10.52 Mds\$ en mars à 3.82 Mds\$ en novembre) ou en nombre de titres (de 65 à 32 Mds), semblent remettre en question la durabilité de la tendance haussière des marchés.

Asie

L'indice MSCI Asia Pacific s'est apprécié de 1.06% sur le mois. Cependant, on observe des divergences entre les différents marchés locaux. L'indice MSCI India s'est apprécié de 7.4% alors que l'indice KOSPI (Korea Composite Stock Price Index) a baissé de 1%.

Nos gérants ont détecté des opportunités sur le marché chinois de la consommation mais restent prudents quant à la sélection des titres (les enseignes commerciales sont relativement chères - PE de 25x). Le secteur des technologies représente aussi un intérêt certain notamment pour la Corée et Taiwan.

Comme indiqué le mois dernier, les fonds Evénements-Fusions représentent de réelles opportunités. Ainsi, l'un de nos gérants nous signalait récemment que *« malgré la baisse de 27% en 2009 des activités de fusions-acquisitions, les opérations en terme de volume restent importantes en Asie. Et, si le rythme actuel se poursuit, l'activité de 2009 dans cette région dépassera celle de 2008 et représentera 25% des activités mondiales de fusions-acquisitions, contre 6% en 1995 »*. 2010 devrait suivre aussi cette tendance.

Europe

Les performances ont été différentes suivant les secteurs : +11.5% pour le secteur des matériaux de base et +9% pour le secteur de la chimie. Le secteur des financières a été négatif sur le mois (les bancaires ont chuté de 1.8% et les assurances de 1.5%). Ce secteur connaît une fin d'année difficile à cause d'un scepticisme grandissant concernant une régulation plus sévère et de nombreuses augmentations de capital au cours du mois : le Royaume-Uni a connu sa plus importante émission d'actions avec la Lloyds (émission de €15 milliards).

Les fonds actions long/short ont contribué négativement à la performance. Les performances des fonds sont assez proches les unes des autres et ont été assez stables au cours du mois. Les fonds qui ont eu des performances négatives ont été affectés par des positions vendeuses sur les minières et des positions acheteuses sur les financières. La dernière semaine du mois a été marquée par l'inquiétude du marché concernant le Moyen Orient après l'annonce de mauvaises nouvelles concernant Dubaï.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

En novembre, les grandes tendances de marché ont surtout eu lieu sur les marchés de taux et de devises. D'une part, la Fed et la Banque Centrale d'Angleterre ont indiqué dans leurs derniers communiqués qu'elles étaient plus préoccupées par le niveau des capacités de production inutilisées que par les taux de croissance. Bernanke a réaffirmé son engagement à soutenir l'économie américaine, et ce tant que le marché de l'emploi ne serait pas rétabli. D'autre part, la Banque Centrale Européenne a signalé l'arrêt progressif de ses mesures de soutien exceptionnelles, ce qui devrait entraîner une relative sous performance des parties courtes des courbes de taux européens. Nos gérants macro ont bénéficié de leurs positions directionnelles sur les niveaux de taux et sur les formes de courbes de taux aux US et de thèmes liés aux divergences des politiques monétaires des banques centrales.

Concernant les matières premières, à la fois les positions acheteuses d'or, de pétrole brut et des positions en valeur relative (acheteuses de calendar spread sur le Brent par rapport au WTI) ont généré des performances positives. Certains de nos gérants pensent que l'or pourrait continuer de s'apprécier car il ne représente qu'une petite partie des réserves des banques centrales des marchés émergents (contrairement aux banques centrales des pays développés - ratio de 17 x).

Enfin, du côté du crédit, les nouvelles alarmantes concernant Dubaï ont fait ressurgir le spectre du risque de défaut des grands emprunteurs. Cela conduit à une vigilance accrue dans la sélection des titres de crédit.

Trading Systématique

Novembre a été un très bon mois et nos gérants "suiveurs de tendances" ont réalisé des performances de 6% en moyenne. On observe sur le mois la poursuite de la plupart des tendances à long terme : le rallye sur les indices actions, les obligations et les matières premières, ainsi qu'un dollar plus faible. De plus, les marchés actions et l'or ont atteint leur niveau le plus haut de 2009.

Les fonds à horizon court terme ont été stables sur le mois contrairement aux fonds de trading directionnels qui ont été négatifs, subissant la volatilité des marchés sur les derniers jours de novembre.

Les fonds d'arbitrage statistique actions ont également été stables, les performances négatives aux Etats-Unis ayant été contrebalancées par les performances positives dans la plupart des autres zones géographiques.

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.