



01 février 2010

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 faiblement positives en décembre. Le sentiment de peur au niveau mondial, engendré par les mauvaises nouvelles en provenance de Dubaï au début du mois, n'a pas duré longtemps et les bons résultats du chômage ont entraîné des ventes importantes sur la partie longue de la courbe.

Le FOMC s'est prononcé pour le maintien des taux bas, laissant ainsi aux actifs risqués la possibilité de retrouver leur niveau élevé de mars dernier. Nos gérants ont aussi bénéficié de positions vendeuses sur les stratégies de volatilité et la courbe des taux, notamment sur la partie longue. Au cours du mois de décembre, les pertes se sont principalement concentrées sur la partie courte de la courbe. Un de nos gérants qui a pris des positions via des options durant la période, a néanmoins réussi à bénéficier d'un bon niveau de rentrée sur la courbe. Enfin, grâce au renforcement du dollar face à l'Euro et au Yen, un de nos gérants a pu profiter de la hausse de la volatilité. En 2010, nos fonds devraient continuer de trouver de nombreuses opportunités : citons par exemple la courbe des taux du Canada (60 bps plus pentue que celle des Etats-Unis sur la partie courte de la courbe), les émissions abondantes d'obligations d'Etats ou les écarts entre les taux d'inflation des Etats-Unis, du Royaume-Uni et de l'Europe.

Long/Short Crédit

Nos gérants Long/Short Crédit ont été positifs sur le mois. Les marchés actions se sont envolés, provoquant le resserrement des spreads de crédit (toutefois, l'indice High Yield baisse de 1,26% sur le mois terminant l'année à +6,39%). Nos gérants ont su tirer profit de positions acheteuses, notamment sur le secteur financier – Emigrant Bank ou MBIA – et sur les dettes « Distressed ». Même après le rebond de 2009, nos gérants continuent de trouver des opportunités attrayantes aussi bien sur la partie acheteuse (notamment sur des noms de premier choix) que sur la partie vendeuse de manière opportuniste. Même si le marché continue de monter, le niveau très serré des spreads sur les signatures BBB devrait limiter l'impact négatif des shorts sur la performance. Comme toujours, nos gérants recherchent la création d'alpha en se positionnant sur des écarts de valeur relative basés sur une analyse fondamentale.

Arbitrage de structure du capital - Evénements / Fusions

Nos gérants d'Arbitrage de Convertible ont été positifs en décembre alors même que les spreads se sont resserrés fin 2009. Les principaux contributeurs à la performance ont été les gérants positionnés sur les dettes « distressed ». Le changement de la législation française au premier trimestre 2009 a permis à Thomson de restructurer sa dette ; l'un de nos gérants a su largement profiter de la situation en accumulant des positions sur Thomson au cours du troisième trimestre 2009, avant de s'en défaire lorsque 3 comités ont annoncé leur soutien à la réorganisation de la société. Les gérants positionnés sur le secteur automobile américain ou sur les banques islandaises ont aussi contribué à la performance sur le mois. Les émissions sur le marché des convertibles ont été ralenties après la série de mauvaises annonces en provenance de Dubaï. Nos gérants ont pris des profits sur de nombreux noms sur la fin d'année, anticipant le premier semestre 2010, période pendant laquelle l'émission de titres est traditionnellement intense.

Concernant la stratégie de d'Arbitrage de structure du capital, les crédits financiers et souverains ont sous-performé les crédits d'entreprise, ce qui a permis à l'un de nos gérants de saisir de nouvelles opportunités. Dans l'ensemble, nos gérants conservent des positions acheteuses sur les actifs à risque et augmentent de manière sélective leurs positions vendeuses afin de se protéger à la baisse – la hausse des rendements étant jugée comme le risque potentiel principal pour l'environnement économique.

Stratégies Actions

Long/Short Actions

Etats-Unis

Après 13 jours d'hésitation sur les marchés et des performances relativement stables, l'indice S&P500 a gagné 2.81% en 8 jours avant de chuter brutalement le 31 décembre achevant l'année avec une performance de 23.45%. La sous performance de décembre de l'indice S&P500 par rapport aux indices S&P600 et S&P400 a permis de réduire sur le dernier trimestre les écarts entre ces trois indices (ils se sont appréciés de 5% environ sur le quatrième trimestre). Néanmoins, la performance annuelle de +35% de l'indice S&P400 permet à ce dernier de surperformer de plus de 12 points les indices des grandes et petites capitalisations boursières.

En 2009 la dispersion des performances au sein des secteurs est restée très élevée malgré une forte directionnalité des marchés. En effet, le secteur des technologiques a connu une performance élevée sur l'année 2009 (S&P Technology: +64.76%) par comparaison avec le secteur des Services qui évite une année médiocre grâce à une performance de +5.21% en décembre, ramenant ainsi sa performance sur l'année à +6.80% (S&P Utilities: +6,80% en 2009). En décembre, l'or a perdu près de la moitié de ses gains de novembre ; achevant l'année 2009 Sur une performance voisine de celle de l'indice S&P500 (Or: +24,36%). D'une manière générale, le rebond attendu de l'économie mondiale couplé aux politiques monétaires conciliantes ont alimenté tout au long de l'année l'appétit au risque et la crainte de l'inflation ; expliquant ainsi, entre autres, la surperformance sur l'année des matières premières versus les marchés actions US (S&P GSCI: +50.30% et S&P Materials: +45.22%).

L'essoufflement fin 2009 du rallye sur les marchés a permis d'affiner les prévisions pour l'année 2010 : un premier trimestre solide suivi d'une fin d'année stable. Cependant, ce scénario semble déjà remis en cause par un début d'année 2010 difficile. Enfin, l'un de nos gérants nous a rappelé récemment que *« même si 2010 devrait présenter de très bonnes opportunités en terme de sélection de titres, l'émission de dettes souveraines et les politiques en matières de régulation du secteur financier devraient nous rappeler que nous sommes toujours dans l'après crise »*. Pour l'année à venir, les chiffres au niveau macro-économique ainsi que les politiques des gouvernements devraient rester les indicateurs les plus significatifs du marché.

Asie

Décembre a été un mois relativement calme au cours duquel le MSCI Asia Pacific s'est apprécié de 2.35%. Les indices coréens et taiwanais sont les seuls à avoir surperformé les principaux marchés. Ils ont atteint respectivement +8.2% et +8% sur le mois.

D'une manière générale, les indicateurs économiques continuent de se renforcer. Les indicateurs du commerce asiatique sont particulièrement forts et bien meilleurs qu'anticipés : sur un an glissant, les exportations chinoises ont augmenté de 18%, les exportations coréennes de 34% et les exportations taiwanaises de 47%. Le principal risque qui viendrait contrebalancer ces perspectives optimistes serait l'apparition de l'inflation des prix alimentaires. En effet, cela pourrait devenir un véritable problème pour les populations à faible revenus des pays émergents dont la Chine et l'Inde font partie.

Europe

L'année 2009 s'est achevée sur une belle performance du MSCI Europe (+6.1% en décembre). Les valeurs défensives et cycliques ont connu un mois positif, profitant de l'extension du rallye sur les marchés.

Certains secteurs ont connu sur le mois de solides performances comme le secteur des matériaux de base (+10.2%), des médias (+9.1%) et dans une moindre mesure les secteurs défensifs avec +7.9% pour l'Agro-alimentaire et +6.4% pour la Santé. Les secteurs ayant sous-performé l'indice sur le mois sont le secteur bancaire (+1.2%) et celui des biens de consommation (+2.6%). A noter que les volumes échangés au cours du mois sur les marchés ont été relativement faibles, ce qui est généralement le cas en fin d'année.

Les fonds actions long/short ont contribué positivement à la performance sur le mois. Deux d'entre eux ont notamment connu une performance supérieure à 5% ; l'un bénéficiant d'un biais net long important, l'autre d'un rebond significatif après un mois d'octobre négatif. Les autres fonds actions long/short ont connu des performances sur le mois comprises entre +0.5% et +2%.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

Les gérants Global Macro affichent des performances contrastées sur le mois de décembre.

En début de mois, suite aux annonces de mauvaises nouvelles concernant Dubaï, l'appétit au risque s'est considérablement réduit avant de terminer l'année sur une note positive grâce notamment à un taux de chômage US encourageant, couplé à des résultats de différents indicateurs économiques meilleurs que prévus. Par ailleurs, le dollar a continué de se renforcer durant le mois. La flambée des taux longs a affecté deux de nos gérants sur le mois de décembre, tandis que la baisse du prix du pétrole a affaibli la performance d'un de nos gérants. Ceux opérant sur les marchés de change ou émergents ont, à l'inverse, obtenu de belles performances sur le mois.

La position vendeuse dollar a été remplacée par des positions vendeuses d'autres grandes monnaies, tandis que les positions acheteuses de pays émergents se sont faites contre l'Euro et le Yen. Les fonds émergents ont

également tiré profit de la détérioration du crédit souverain en Europe occidentale. Enfin, nos gérants ont bénéficié de l'inversion de la corrélation entre le dollar et les marchés actions.

Le thème de la reflation a bien fonctionné en décembre, et nos gérants se tiennent d'ailleurs prêts à jouer le processus de normalisation en 2010, profitant de plus faibles volatilités et d'une diminution de la corrélation entre les classes d'actifs.

Trading Systématique

Le mois de décembre a été difficile pour les fonds de trading systématique. Les fonds à horizon long terme et court terme ont enregistré des performances négatives. Les fonds de trading directionnel court terme (-3.8%) ont été négativement impactés par la sous-performance des systèmes fondamentaux et par le manque de liquidité au cours des derniers jours de l'année. Les fonds de suivi de tendance long terme ont affiché une performance moyenne négative, causée par le retournement d'un certain nombre de tendances en décembre. Les marchés les plus négativement impactés ont été les taux d'intérêt, le dollar US et l'or. En contrepartie, les indices actions ont continué de contribuer positivement. L'arbitrage statistique a enregistré une performance proche de l'équilibre.

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.