



25 juin 2010

## Stratégies Actions

### Long/Short Actions

#### *Etats-Unis*

L'indice S&P 500 a perdu 8.2% en mai, annulant ainsi les solides gains des 3 derniers mois, ce qui l'amène en territoire négatif sur l'année. Tous les secteurs sont passés en négatif et ceux exposés au thème de la croissance ont davantage souffert : énergie (-11.8%), industrie (-9.8%), matériaux (9.7%).

Les craintes d'une contagion de la dette souveraine européenne ont pris le devant au cours de la première semaine de mai, avec le S&P en baisse de 7.6% sur les 4 dernières journées de la semaine (ce qui représente l'essentiel des pertes du mois). Le 6 mai fut une journée particulièrement mauvaise – l'indice a perdu 8.6% avant de rebondir fortement pour clôturer le mois en baisse de 3.2% seulement. La volatilité est clairement de retour sur les marchés actions. Une partie des mouvements de cours vient probablement de comportements étranges de la part des programmes de trading algorithmiques.

Les marchés actions sont restés volatiles en mai. Il semble qu'une partie des intervenants achète lors des violents replis, entraînant alors des rebonds temporaires brusques des prix. Mais finalement ce sont les vendeurs qui l'emportent. Alors que l'attention fut portée de février à avril sur les améliorations graduelles de l'économie US et l'anticipation de bonnes nouvelles, le mois de mai fut marqué par les inquiétudes sur la crise de la dette en Europe, le ralentissement en Chine et la situation problématique sur l'emploi, les salaires et l'immobilier aux US. Les cours des matières premières ont également souffert, les investisseurs réalisant que la reprise pourrait être plus chahutée que prévu.

Notre portefeuille de gérants L/S Actions US a relativement bien performé. Notre biais vers des gérants flexibles quant à l'exposition de leurs fonds à la direction du marché a participé à cette performance. Durant le premier trimestre, ces gérants nous exprimaient leur optimisme sur la reprise américaine tout en étant conscients que des facteurs macro-économiques ou même techniques pouvaient générer une correction de 10 à 15%. Donc, si ces fonds avaient une exposition plutôt haute par rapport à leur fourchette historique, ils étaient prêts à la réduire drastiquement en cas de besoin. Quelques gérants avaient également des positions sur des options de vente, achetées à bas prix (lorsque les marchés étaient plus hauts), qui servirent à réduire automatiquement l'exposition nette du fonds alors que les cours des actions se dégradaient. C'est exactement ce qui est arrivé en mai. Nos gérants furent à même de réduire sensiblement les pertes, en baissant leur exposition.

Deux de nos gérants actions US furent capables de générer des performances positives. L'un gère un fonds à biais vendeur et l'autre un fonds « Event Driven ». Ce dernier, en plus d'avoir été réactif en mai, a bénéficié de positions qui ont davantage évolué en fonction des événements liés aux entreprises que selon les grands mouvements de marchés. La majorité des gérants US conservent un positionnement prudent et sont optimistes sur leurs positions vendeuses. En début d'année, les liquidités qui s'investissaient dans les actions rendaient difficile la génération d'alpha par les positions vendeuses car les mauvais fondamentaux étaient ignorés. Actuellement, les investisseurs semblent accorder davantage d'attention aux risques macro-économiques, ainsi qu'aux risques spécifiques aux entreprises.

#### *Asie*

Le mois de mai fut un nouveau mois difficile pour les marchés actions dans le monde, et, cette fois-ci, l'Asie n'a pas été épargnée. Cependant, notre fonds a limité ses pertes grâce à une exposition nette faible (inférieure à 20%), et à l'absence de levier (expo brute de 75%). Nos fonds spécialistes des marchés émergents ont souffert davantage que les autres. Un gérant a gagné 5%, malgré une exposition nette longue, grâce à une très bonne sélection de titres au Japon et en Corée.

En Chine, les événements relatifs à la société Foxconn ont eu un impact négatif sur le marché. Cependant, les augmentations de salaires récentes devraient aider à restaurer la confiance des consommateurs. En fait, ce phénomène ne devrait pas concerner seulement la Chine mais bientôt toute l'Asie, à la différence de ce qui se passe dans les pays développés.

L'une des attentes fortes de nos gérants est l'appréciation des devises asiatiques ; le Yuan chinois devrait être la première devise à bouger ; les autres devises asiatiques suivront. Du côté des actions, nos gérants se concentrent toujours sur les actions liées à la consommation intérieure.

### Europe

Le mois de mai fut un mois extrêmement volatile au cours duquel le marché des actions a baissé significativement (-5,7%). Tous les secteurs étaient en baisse ce mois-ci, mais les valeurs cycliques ont nettement sous-performé.

L'Espagne a notamment sous-performé avec un recul de 10,8% alors qu'augmentait la crainte sur sa capacité à rembourser la dette du pays. Les secteurs défensifs ont surperformé, en particulier le secteur des produits alimentaires (-1,3%).

Seuls 4 gérants furent positifs en mai. La corrélation entre les titres fut très forte au cours du mois, ce qui a rendu la tâche des L/S Actions d'approche fondamentale difficile.

Plusieurs d'entre eux ont repositionné leur portefeuille sur les entreprises des secteurs défensifs ayant de bons fondamentaux et des dividendes élevés (télécoms ou industrie du tabac), qui avaient été vendus sans distinction lors du violent mouvement de baisse.

Les spreads sur les opérations de fusions et acquisitions se sont beaucoup écartés mais nos gérants n'en furent pas trop affectés.

En général, nos gérants trouvent de la valeur en sélection de titres, les fondamentaux des entreprises étant robustes.

Au début du mois nous avons investi dans un nouveau fonds récemment lancé, dont les résultats sont impressionnants. Ce fonds a une exposition flexible.

Enfin, nous avons réduit une position sur un fonds Long/Short directionnel trop agressif.

## Stratégies de Taux et de Valeur Relative

### L/S & Arbitrage Taux et Devises

La performance de nos gérants en mai fut en moyenne proche de zéro. Ceux qui étaient soucieux des risques extrêmes ont en général réalisé des profits, alors que ceux qui étaient exposés à la hausse de la volatilité ont été perdants. Mai fut un mois de dislocation à la fois sur les marchés actions et sur la dette souveraine. En cause : la situation grecque avec le plan d'urgence de 750 mds € débloqué par l'Union Européenne et le FMI et l'abandon par la BCE de sa politique précédente. Cette dernière a commencé à acheter des obligations d'Etats européens sur le marché secondaire. Malgré tout, les actifs risqués (le crédit d'entreprise, les actions et les matières premières) ont continué de se dégrader alors qu'une « fuite vers la qualité » a bénéficié aux obligations du Trésor US, que les volatilités ont été plus fortes, que les courbes de taux US et allemandes se sont aplaties dans un mouvement de baisse des rendements et que les spreads FRA/OIS se sont écartés. Les stratégies Fixed Income de valeur relative ont performé : nos gérants ont fait des profits sur les obligations allemandes contre swaps et contre d'autres pays européens (les gilts anglais et l'Espagne surtout) ainsi que sur des positions d'aplatissement aux USA, au Canada et en Australie. Nos gérants ont été gagnants sur les devises, grâce aux positions vendeuses d'Euro, mais ont enregistré des pertes sur les achats de devises asiatiques contre le dollar US. Enfin, toutes les positions vendeuses de volatilité ou à convexité négative furent perdantes et ont été réduites ou débouclées au cours du mois.

### Long/Short Crédit

La performance des gérants L/S Crédit fut légèrement négative en mai alors que le ML High Yield Index a baissé de 3.5%. Le sauvetage de la Grèce est accueilli avec de plus en plus de scepticisme par le marché. La dette souveraine et les stratégies de sortie de crise des économies de l'ouest sont mises en question. Même si les entreprises annoncent des chiffres meilleurs, les déficiences structurelles patentées, les déséquilibres mondiaux et l'agitation sociale en Corée et dans la bande de Gaza menacent la stabilité mondiale et la reprise économique.

Les positions longues du High Yield ont été perdantes et ce, même si les gérants ont prudemment repositionné leurs portefeuilles sur des papiers de meilleure qualité. Les niveaux de risque ont été de nouveau réduits au cours du mois, quand bien même ils l'avaient déjà été en mars. Etant donné les incertitudes auxquelles le monde fait face, nos gérants s'attendent à ce que la volatilité des marchés reste élevée et pensent que les meilleures opportunités sur le crédit sont les « shorts », ainsi que les positions longues, mais avec un catalyste à court terme.

### Arbitrage de structure du capital

La contribution à la performance du portefeuille de la stratégie « Arbitrage de structure du capital » a été négative en mai. Au pic de la crise des souverains, la liquidité s'est réduite sur un certain nombre de produits hors-bilan ; les obligations convertibles ou « distressed » et les situations spéciales ont été les plus touchées. Nos gérants ont réduit significativement leur exposition brute sur tous les sous-jacents, même si les prix acheteurs-vendeurs étaient larges dans des marchés illiquides. Sur l'arbitrage de volatilité, la dislocation a poussé nos gérants à réduire leurs positions de moitié, même si les pertes furent compensées par des gains en « gamma » sur le court terme. Sur les convertibles, les fonds « long only » qui furent les principaux acheteurs au cours de la dernière année ont fait face à des demandes de remboursements et ont dû vendre dans un marché illiquide : la base est à nouveau négative ; nos gérants ont alors pris des positions sur des maturités

courtes et liquides tout en débouclant les convertibles de maturité plus longues et à faible delta. La majorité de la sous-performance de mai fut concentrée sur l'« Arbitrage de structure du capital » et les situations « distressed », en particulier dans le secteur financier : les positions dette contre action se sont écartées sur 2 banques espagnoles, ainsi que le spread de dette « secured/unsecured » et ont atteint les niveaux de stop-loss de l'un de nos gérants. En général, les positions « distressed » ont été réduites et les couvertures augmentées.

## Stratégies Macro et Trading

### Global Macro

Les fonds Global Macro ont contribué négativement à la performance en mai même si les performances furent très hétérogènes entre les différents gérants. Le thème assez populaire des devises des pays émergents fut perdant et a été réduit, alors que les positions longues des devises des pays développés et vendeuses des actifs risqués furent profitables. Les positions de pentification aux USA et au Royaume-Uni ont pénalisé la performance des fonds.

Nos gérants Macro sont moins optimistes qu'il y a quelques mois à propos de la reprise économique, car ils observent que les taux de croissance n'accélèrent plus mais se stabilisent. Le marché immobilier chinois se détend alors que le volume de commerce maritime, la consommation de métaux et autres matières premières indiquent que l'activité ralentit. De plus, un Euro moins cher pénalisera la balance commerciale de la Chine vers l'Europe. Par ailleurs, la reprise US est mise en doute par les moindres créations d'emplois, un taux de chômage toujours élevé et des indices PMI et ISM qui ralentissent.

La réunion du G20 de juin pourrait générer de la volatilité et des ajustements sur le marché des changes. Nos gérants Macro ont adopté une position prudente car ils pensent que les marchés vont rester agités pour un moment. Ils visent à conserver leurs portefeuilles très liquides, et les ont simplifiés en conservant des composants directionnels basiques.

### Trading Systématique

Nos fonds de Systématique Trading ont enregistré une performance moyenne positive en mai. Les profits proviennent du trading directionnel court terme et des modèles contrariants. Les suiveurs de tendance moyen/long terme et les modèles d'arbitrage statistique ont enregistré des pertes.

Pour les stratégies moyen/long terme, les secteurs ayant la pire performance furent les indices actions et l'énergie, les positions longues ayant été affectées par de puissants mouvements baissiers. L'allocation de risques sur ces secteurs a maintenant été significativement réduite.

Sur l'horizon de court terme, le trading directionnel a été très profitable. Un mois agité, tel le mois de mai, est généralement bénéfique pour ce style de trading. En effet, une forte volatilité et une bonne liquidité permettent aux systèmes de trading « haute fréquence » de fonctionner efficacement. Les secteurs les plus profitables furent les devises et les obligations.

La performance de la stratégie d'arbitrage statistique a été négative. Les composantes techniques et fondamentales ont souffert dans un marché très mouvant tout en s'ajustant à la nouvelle tendance d'aversion au risque.

*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 ni une recommandation d'investissement.*

*Nous attirons votre attention également sur le fait que les performances passées ne préjugent pas des performances futures.*