

HDF

SUIVI MENSUEL DES STRATEGIES



Juin 2010

29 juillet 2010

Stratégies Actions

Long/Short Actions

Etats-Unis

L'indice S&P 500 a encore baissé en juin avec une performance de -5.4%, ce qui l'amène à -7,6% sur l'année. Les secteurs défensifs continuent de générer la meilleure performance relative au cours des deux derniers mois : en juin, les secteurs de consommation courante, de la santé, des télécoms, et des services publics n'ont baissé que de 1 à 3%, alors que les secteurs des biens de consommation non essentiels, des industries et des matériaux ont baissé à hauteur de 7 à 10%.

Comme en mai, les facteurs macro furent une fois de plus à l'origine de la piètre performance mensuelle. Les problèmes fiscaux en Europe, le ralentissement en Chine et les inquiétudes persistantes sur l'emploi aux USA ont contrebalancé la bonne croissance des résultats des entreprises américaines. L'indice S&P 500 s'échange actuellement à environ 13x les résultats 2010, toujours nettement plus bas que la moyenne historique de 16x. Les signes de crainte et de faible appétit en les marchés actions se multiplient. Les investisseurs sont sortis des actions au profit de la sécurité des obligations du Trésor US et de l'or : alors que le taux du 10 ans américain tombait en dessous de 3%, le rendement du S&P dépassait les 7%. Les discours relatifs à une rechute de l'activité économique refont surface alors que la possibilité d'une reprise durable semble moins crédible. Les investisseurs se préparent à la disparition progressive des diverses mesures de soutien. Ainsi les prix des matières premières (cuivre, pétrole, etc.) baissent. Le VIX s'est envolé au cours du second semestre d'un niveau d'environ 15 mi-avril à 45 en mai, pour s'établir autour de 35 fin juin.

En juin, la majorité des gérants L/S Actions US ont réussi à performer relativement bien dans un contexte de dépréciation continue des marchés actions. Au cours de la première moitié de l'année, la plupart des gérants ont délivré une performance positive ou nulle alors que le S&P 500 perdait près de 8%. Nos gérants ont prudemment réduit leur exposition et n'ont pas cherché à aller contre la tendance du marché en mai et juin. Ils ont plutôt mis en place des positions vendeuses qui sont devenues profitables lorsque les investisseurs ont cessé d'investir leurs liquidités dans les marchés. Ils ont également pris des profits sur leurs positions longues avec l'idée de revenir sur des prix plus bas. Les gérants pensent que de nombreuses valeurs avec des bilans sains et de bonnes croissances des résultats ont été tirées à la baisse par le mouvement général du marché, et qu'ils devraient pouvoir tirer profit de cette déconnexion entre la capacité des entreprises à générer des profits et la baisse des cours. Ces gérants restent positionnés de manière conservatrice, mais disposés à prendre davantage de risques lorsque les problèmes macro économiques seront clarifiés et que les fondamentaux des entreprises repasseront au premier plan. La capacité des gérants à modifier leurs positions reste au centre de nos préoccupations, qu'il s'agisse des fonds déjà dans nos portefeuilles ou de gérants potentiellement sélectionnés. Ainsi, nous avons sorti des portefeuilles un gérant dont les encours sous gestion nous semblaient trop importants pour pouvoir rester suffisamment mobile.

Asie

Les marchés continuent de s'inquiéter de la crise de la dette souveraine en Europe, du possible ralentissement en Chine et d'une rechute de l'économie américaine, voire mondiale. En Asie, le "depegging" du Yuan, largement anticipé, n'a eu que peu d'impact sur les actions chinoises et sur les actions asiatiques d'une manière générale. Les actions chinoises ont même sous performé en raison de craintes liées aux pressions sur l'immobilier et au ralentissement de la croissance au second trimestre.

Comme attendu, nos gérants Taux et Devises et Global Macro ont enregistré des performances positives grâce à leur positionnement sur les devises asiatiques et à leur faible exposition sur les actions. La plupart des gérants s'accordent à dire que les prochains mois resteront délicats et que les compétences de trading seront primordiales.

En ce qui concerne l'exposition moyenne, nos gérants conservent une exposition nette inférieure à 20% et une exposition brute autour de 80%.

Europe

Les performances des fonds L/S Actions ont été positives au début du mois, mais ont souffert au cours de la dernière semaine pour finir légèrement négatifs, avec toutefois des divergences selon les gérants. Le mois fut en effet à nouveau gouverné par des craintes plus grandes quant au risque de rechute de l'économie.

Les secteurs cycliques ont eu la moins bonne performance, avec en particulier les secteurs pétroliers (-9.6%) et des ressources naturelles (-6.1%). Les secteurs défensifs ont surperformé : le secteur de la santé a progressé de 4% et celui de l'alimentation de 3.4%.

Un de nos gérants flexibles a eu une performance de plus de 3% en ajustant efficacement son exposition nette au cours du mois et en finissant le mois en position nette négative, tout en ayant eu de bons résultats au niveau de la sélection de ses positions vendeuses.

Nous continuons d'observer une déconnection entre les peurs macro-économiques d'une part, et les fondamentaux solides des sociétés d'autre part.

Nos gérants continuent à opérer avec des expositions brutes (environ 125%) et nettes (proche de 30%) modérées du fait que les volumes sont très faibles, et que la prédictibilité des prix est donc toujours relativement faible. Néanmoins ils s'attendent en général à une bonne saison de résultats pour le deuxième trimestre ; certains d'entre eux ont donc commencé à réintroduire progressivement du risque dans leur portefeuille.

L'activité de fusions-acquisitions en Europe a eu un rebond qui était attendu depuis longtemps. Il y a eu notamment des opérations parmi les grandes valeurs (offre de Newcorp sur BskyB, vente d'Axa UK à Resolution) ce qui est de bon augure pour une reprise significative de l'activité à la rentrée.

Stratégies de Taux et de Valeur Relative

L/S & Arbitrage Taux et Devises

Ce mois-ci encore, nos gérants long/short et arbitrage taux et devises ont contribué très significativement à la performance de nos fonds, grâce à des positions directionnelles et en valeur relative dans toutes les devises.

A cause des nouvelles -semblant confirmer le ralentissement de la croissance aux Etats-Unis- les marchés de taux ont progressé en juin, et les taux à 10 ans en Europe et aux Etats-Unis sont passés en dessous de 3%. Avec la baisse des taux des maturités intermédiaires, les courbes des taux se sont aplaties (de 18 pbs sur le 10 ans – 2 ans aux Etats Unis). Nos gérants ont gagné de l'argent sur des positions directionnelles et à l'aplatissement des courbes, surtout sur leurs parties courtes, et ont bénéficié des arbitrages sur les emprunts d'état dûs aux volumes d'émission toujours importants.

En Asie, les positions à la pentification des courbes des taux en Corée et à Taiwan ont été profitables, alors que des positions courtes les taux en dollar de Hong Kong contre dollar US ont été perdantes et ont été réduites.

Sur le marché des changes, nos gérants ont gagné de l'argent en Asie en CNY, INR et IDR grâce à l'assouplissement du « peg » entre la devise chinoise et le dollar US, mais ils en ont perdu sur les devises du G3 avec l'appréciation du Yen et de l'Euro.

Les positions de volatilité ont été profitables, puisque que les positions longues convexité sur les changes ont plus que compensé le biais légèrement négatif sur les taux US et euro. De plus, comme les volatilités implicites avaient atteint des niveaux proches de leurs plus bas historiques, un de nos gérants a pris des positions longues en GBP, AUD et TWD et également sur des options sur l'or de maturités courtes.

Long/Short Crédit

Nos gérants long/short crédit ont eu une contribution négative à la performance en juin à cause d'un appétit au risque toujours faible chez les investisseurs. Les spreads de crédit ont été assez volatiles, mais n'ont finalement terminé le mois que marginalement plus larges, avec l'indice Merrill Lynch High Yield à 705 pbs, +16 pbs en juin. Comme les spreads sont larges et que les taux des obligations d'état ont baissé, la performance des indices high yield a été positive de 1,3% en juin. Les gérants se concentrant sur les titres les plus liquides s'en sont mieux tirés car ils ont pu plus facilement naviguer dans un environnement toujours volatile. Les secteurs du high yield et du LBO ont été profitables, tandis que celui des titres en détresse a été perdant sur le mois.

Nos gérants ont en général cherché à augmenter la convexité de leurs positions. L'un d'entre eux a augmenté significativement la taille de ses positions courtes, car il trouvait la rémunération du secteur investment grade trop faible eu égard aux risques de valorisation des obligations de ce secteur. Parmi les positions en valeur relative ayant performé, on peut par exemple citer le cas de positions longues GECC et Morgan Stanley contre les obligations d'Etat autrichien et Lafarge.

Arbitrage de structure du capital – Evénements Fusion

Nos gérants d'arbitrage de structure du capital ont eu une contribution à la performance légèrement positive en juin, avec des profits sur les stratégies de volatilité et d'actions, mais des pertes sur le crédit. Nos gérants ont rajouté des couvertures sur leurs positions longues, réduit leur levier, et se sont reportés sur des positions plus liquides.

Ils ont gagné de l'argent sur la volatilité, même si celle-ci est restée stable sur le mois (cf les indices VDAX et VSTOXX). Ils ont bénéficié d'opportunités en obligations convertibles ainsi qu'en sélection de titres dans un environnement où la corrélation implicite est toujours élevée. Typiquement, leurs portefeuilles sont désormais investis d'une part sur des positions de portage à court terme et d'autre part sur des positions en gamma couvertes crédit. Les mandatories ont bien performé en juin.

Les fusions-acquisitions ont contribué à la performance, même si les spreads sont toujours aussi serrés. Nos gérants ont trouvé des opportunités là où le marché surestimait le risque réglementaire (Talacris), ou bien à l'occasion d'offres hostiles (ABB et Emerson sur Chloride).

Sur le crédit, nos gérants ont réduit leurs expositions directionnelles, car peu de différenciation se reflète dans les prix. Le risque systémique est valorisé de manière assez uniforme sur tous les titres, et ceci génère des opportunités, comme par exemple sur la valeur relative entre une banque de bonne qualité dans un bon pays par rapport à une banque en difficulté dans un pays à dette souveraine problématique. L'écart entre les spreads de crédit sur les obligations et sur les dérivés se normalise peu à peu, ce qui indique que le décalage d'offre et de demande entre les teneurs de marché et les investisseurs se réduit, ce qui devrait générer de belles opportunités cet été.

Stratégies Macro et Trading

Global Macro

La performance moyenne des fonds de Global Macro a été négative, avec une assez forte dispersion des résultats. Les gérants ont surtout cherché à affiner leurs prévisions sur la croissance économique pour la deuxième partie de l'année, avec le scénario d'une rechute de l'activité aux Etats-Unis devenant de plus en plus crédible. Le dollar US s'est déprécié, alors que les obligations d'état se sont appréciées durant le mois, et ce quel que soit leur taux initial.

Nos gérants ont surtout gagné de l'argent sur des positions directionnelles en taux et en change. Des positions longues de dollars canadien et singapourien ont été profitables. Ce fut également le cas sur le sterling grâce au budget crédible présenté par le gouvernement anglais, qui a soutenu la devise et éloigné les craintes d'une dégradation de la note de crédit de l'Etat.

Il a été difficile de gagner de l'argent sur les marchés des matières premières et des actions car les considérations macro économiques l'ont emporté sur les résultats micro économiques. Nos gérants considèrent toujours qu'il y a de la valeur fondamentale dans ces marchés, que ce soit en regardant les résultats futurs et la croissance pour les marchés actions, ou la demande et les niveaux de stock pour les matières premières.

Nos gérants restent globalement prudents et ont réduit leur levier avant début juillet. Ils ne sont pas cependant pas courts, parce que la Chine a laissé sa devise s'apprécier, parce que l'Europe va publier les résultats des stress tests de ses banques, et que les publications des résultats des entreprises devraient soutenir le marché durant les mois d'été.

Trading Systématique

La performance moyenne des fonds de Trading systématique a été négative de 0.64% en juin.

Les contributions à la performance furent différentes de celles de mai, car les profits sont venus exclusivement des suiveurs de tendance moyen/long terme (le trading court terme et l'arbitrage statistique ont affichés des pertes).

En ce qui concerne les stratégies moyen/long terme, le secteur le plus performant fut celui des taux d'intérêt, avec la poursuite de la hausse des emprunts d'Etat US et japonais. Le secteur de l'énergie fut le pire contributeur car les positions vendeuses ont souffert du « rally » sur le pétrole brut.

Dans les stratégies court terme, le trading directionnel fut significativement négatif. Les nombreuses hésitations des indices actions ne furent en général pas captées par les modèles, et ont généré des pertes.

L'arbitrage statistique a également enregistré une performance négative car le portefeuille US de notre gérant a sous performé ce mois ci, et les stratégies techniques furent touchées par des changements de régime.

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.