

Malgré la forte baisse des marchés actions en ce début d'année 2009, un vent d'optimisme souffle sur la gestion alternative et sur sa capacité à délivrer de la performance dans un contexte de récession généralisée et de forte volatilité des marchés financiers. Tout d'abord, il faut rappeler que les pertes subies par les fonds gérés par UFG Alteram en 2008 ont été concentrées sur la période de septembre à décembre qui correspond au paroxysme de la crise de liquidité sur le système financier international. En ce qui concerne les stratégies de performance absolue, ce sont surtout les phénomènes de réduction du levier, de ventes forcées et de tarissement de la liquidité qui ont fait chuter les gérants alors que la baisse des marchés d'actions et de crédit n'a que marginalement affecté leurs performances.

Il nous semble qu'aujourd'hui une certaine forme de rationalisation se retrouve dans le marché :

- Les banques d'investissement et les hedge funds ont opéré leur restructuration et la baisse des actifs de ces deux acteurs importants du marché est désormais derrière nous mais laisse plus d'opportunités aux « survivants ».
- Les marchés de crédits, qui avaient anticipé le pire en 2008, se décorrèlent désormais des actions qui continuent de chuter car elles semblaient aujourd'hui relativement chers face à la dégradation des fondamentaux macro-économiques.
- Les performances des secteurs industriels sont en ligne avec leurs fondamentaux et il semble parfaitement logique de voir par exemple les financières chuter et les technologiques résister.
- A l'intérieur des secteurs, nous constatons une différenciation dans la performance des actions en relation avec l'évolution des fondamentaux des entreprises. Principe qui avait été totalement délaissé ces derniers mois lorsque les ventes massives et indiscriminées mettaient à mal toutes les stratégies de stock picking fondamental.

Il est intéressant de noter qu'en janvier 2009, le S&P 500 chute de 8,4% tandis que l'indice de crédit High Yield Merrill Lynch progresse de 5,3%.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

Le marché des obligations convertibles a relativement bien tenu en janvier malgré un marché action qui plongeait fortement. Les convertibles « investment grade » des grandes capitalisations ont baissé par sympathie pour les financières tandis que les obligations des capitalisations inférieures tiraient leur épingle du jeu avec une performance largement positive. Aussi, les titres à forte sensibilité crédit ont surperformé, profitant du resserrement généralisé des spreads sur la période. Globalement le marché finit sur une note positive avec l'indice Merrill Lynch All US Convertibles qui gagne 0.1% sur le mois tandis que les marchés actions américains perdaient près de 8%. Une des explications de la bonne tenue de ce segment est à mettre au crédit de la réouverture du marché primaire qui a notamment vu une nouvelle émission de Newmont Mining (société d'exploration minière et de production d'or) pour un montant de US\$ 500 million. Cette émission convertible, valorisée de façon attrayante, avec une action sous-jacente à caractère défensive et un rating investment grade (BBB+), a eu un grand succès. Cela devrait encourager la reprise du marché primaire, au moins pour les convertibles présentant un bon niveau de crédit et un sous-jacent attractif. Ensuite, la poursuite des achats ciblés de la part des acteurs opportunistes obligataires ou actions ont continué de soutenir ce pan de marché.

Notre poche d'arbitrage d'obligations convertibles, désormais composée d'un seul et unique fonds, réagit positivement à ces facteurs avec une hausse de +7.78% sur la période. Ce fonds qui investit principalement sur les entreprises de moyennes tailles, a bénéficié de la tendance sur cette zone tout en maintenant un levier sur la patte longue largement plus faible qu'historiquement à 2.1x. Il a par ailleurs bénéficié de son absence de financières dans le portefeuille, secteur dont il est absent par construction. Notre poche d'arbitrage de volatilité, désormais composée d'un seul fonds, a pour sa part fortement baissé avec une performance négative de -4.2% sur le mois; le fonds continuant de souffrir des mouvements de volatilité sur les actions et à l'intérieur des secteurs.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Nos gérants d'arbitrage de taux continuent de bénéficier de l'environnement de crise économique favorisant les stratégies Relative Value sur les marchés obligataires des pays du G10. Les profits sont ainsi concentrés sur :

- les basis trades entre obligations T Notes et swap spreads 10 ans rendus particulièrement attractifs par les importantes dislocations des courbes de taux,
- des positions optionnelles sur les parties courtes des courbes de taux jouant la poursuite de la baisse des taux en Europe (BOE et BCE),
- des paris acheteurs d'indexés inflation UK,
- des trades de justification sur la courbe européenne et enfin e) des arbitrages de valeur relative à l'approche des adjudications de Treasuries de maturité 7 ans et 30 ans autour du cycle de funding US (Cheapness du 4 ans et du 7 ans par rapport aux extrémités de la courbe 10 et 30 ans).

Sur les devises, un de nos gérants a également joué, de façon opportuniste, le rebond de la livre face à l'euro mais globalement l'exposition de la poche à cette classe d'actif demeure très faible. Enfin, les pertes se concentrent à nouveau sur des arbitrages d'inflation - long Japon vs. short UK - qui ont souffert du léger rebond des anticipations d'inflation au Royaume-Uni. Au final, notre poche Fixed Income réalise une bonne performance de +1.84% sur le mois.

En terme de risques, nos gérants de taux maintiennent toujours un positionnement prudent en se restreignant aux marchés de taux les plus liquides des pays du G10 avec un haut niveau de cash important et des leviers peu élevés. En terme de perspectives, l'avalanche de nouvelles émissions obligataires destinées au financement des politiques de soutien à l'économie et le risque de déflation devraient continuer à favoriser les dislocations de courbes de taux, sources d'opportunités pour la stratégie.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Les marchés de crédit profitent d'un climat enthousiaste porté par un marché primaire hyperactif. En Europe ce sont ainsi € 42 milliards d'émissions qui ont abondé le marché, principalement de la part de sociétés non financières ; Gaz de France-Suez, EDF, Volkswagen, Renault, RWE pour n'en citer que certaines. Aux Etats-Unis, le chiffre monte à US\$ 104 milliards, dont 39 de la part de sociétés non financières. Ces émissions se sont généralement faites avec des primes intéressantes par rapport au marché secondaire pour sécuriser tout besoin de financement sur la période à venir. Les obligations se sont immédiatement renchéries sur le marché secondaire traduisant un retour de l'appétit pour le risque de crédit. Sur les niveaux actuels, les obligations corporates restent très intéressantes pour les allocataires, la classe d'actif offrant en effet des rendements proche de ceux des actions avec une volatilité comparable à celle des taux (y compris sur des hypothèses de taux de défaut élevé).

Dans ces conditions, nos fonds d'arbitrage de crédit finissent le mois sur une note positive avec une performance moyenne de +2.50%. Tous les fonds génèrent une performance positive qui s'échelonne de +1.14% à +3.86%. Le meilleur performer n'a cessé de réduire son levier sur les mois passés tout en positionnant son portefeuille de manière beaucoup plus défensive, positionnement qui nous satisfait d'ailleurs beaucoup plus que précédemment. Pour résumer, le fonds est long sur des dossiers contra cycliques où il ne voit pas de risque de défaut et short à la fois sur des dossiers où le gérant entrevoit un événement de défaut et sur des couvertures contre le risque systémique. A noter également la bonne performance d'un autre fonds de la poche à biais événementiel qui tiré profit du défaut de Lyondell/Basel (Chimie) et du refinancement de Landry's (Restaurant). Dans l'ensemble, les fonds de la poche disposent d'une large portion de cash en portefeuille.

Bien que le spreads se soient globalement resserrés, les catégories les plus spéculatives (rating CCC et inférieurs) qui offrent un bon proxy des obligations distressed, restent négativement orientées. Le taux de défaut continue d'augmenter et les niveaux de recouvrement risquent de diminuer. Dans ce contexte, nos gérants Distressed génèrent une performance plus que correct, en hausse de 1.27% en moyenne sur le mois, s'échelonnant de -0.56% à +3.32%. Le marché recèle actuellement nombre d'opportunités que nos gérants cherchent à arbitrer. Nous restons faiblement investis sur les dettes distressed car nous pensons qu'il est toujours trop tôt dans le cycle économique pour se positionner à l'achat sur ce segment de marché qui fonctionne mieux dans les périodes de redémarrage.

Arbitrage d'Actions

Notre poche de fonds Equity Market Neutral a réalisé une performance moyenne de +1,44% très honorable pour la stratégie et qui reflète une nouvelle fois les talents de « stock picker » de nos gérants.

Les performances sont de nouveau à mettre au crédit de la patte « short » des portefeuilles qui ont su pour la plupart tirer parti de la très forte sous-performance du secteur financier. Aucun secteur n'a été épargné par la crise, avec cependant de fortes disparités d'une zone géographique à l'autre. En effet, les secteurs défensifs ont également accusé des pertes, ce qui a affecté les positions « core » de certains gérants : les télécoms ont enregistré une baisse de 11% aux US et de près de 6% en Europe, à l'image de France Télécom (-12%), Deutsche Telekom (-12%), AT&T (-13%). En revanche, les secteurs de la santé et des services aux collectivités ont bien résisté avec des performances étales. La dispersion intra-sectorielle a été forte et les portefeuilles longs des gérants ont été malmenés, avec des baisses parfois plus élevées que le marché.

Nos gérants vont continuer à maintenir un positionnement prudent, avec des valeurs défensives dans leurs books longs. Leur exposition brute commence à remonter légèrement, mais la prudence est de rigueur. En effet, de bonnes nouvelles, comme le retour progressif de la liquidité et la levée des restrictions sur les ventes à découvert en Angleterre et en Suisse, ont eu un impact favorable pour la stratégie qui a pu redéployer du capital. Mais les risques sur les bénéfiques, les risques de « short squeeze » et de mauvais timing sont bien présents.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

Les performances de notre poche de fonds de fusions / acquisitions ont été très bonnes, affichant une moyenne de +2,52% en décembre. Le mois de janvier a été riche en annonce de nouvelles opérations en cours, la plus retentissante étant celle de Pfizer sur Wyeth. Les spreads se sont par ailleurs légèrement resserrés ce qui a contribué à la performance positive de la stratégie, tout en restant à des niveaux attrayants. Alors que la crise avait complètement terni le paysage des M&A au quatrième trimestre 2008, l'activité commence à reprendre un peu de couleurs. Peu de transactions ont été conclues en janvier 2009, mais une vague de

consolidation est attendue dans bon nombre de secteurs en difficulté où des alliances stratégiques font sens et permettront la survie d'acteurs proches de la faillite. Les valorisations sont intéressantes et certaines sociétés bénéficient de trésoreries excédentaires. La croissance externe dans ce contexte pourrait avoir plus d'intérêt que la croissance organique. Le secteur de la pharmacie sera certainement un des acteurs majeurs en raison de l'expiration de nombreux brevets et de la nécessité de diversifier leur pipeline. On cite dans ce secteur Sanofi, qui a d'ailleurs une offre en cours sur Zentiva mais qui ne devrait pas s'arrêter là. Merck et Johnson & Johnson se posent également en prédateur dans ce secteur. Des opérations sont également attendues dans le secteur de l'énergie pour des sociétés comme Exxon et Dragon Oil. De son côté, les fonds de Private Equity, acteurs majeurs dans cette activité mais dormant depuis le début de la crise, auraient plus de US\$ 1000 milliards prêt à être investis.

Les fonds Merger profitent de ce contexte porteur de début d'année et commencent à augmenter leur exposition brute.

Stratégies Long Short sur Actions

Nos fonds européens affichent une performance moyenne très satisfaisante à +2.5% avec des performances allant de -3.5% à +12.5%! Le meilleur performer du mois est l'un de nos rare fonds qui continue d'opérer avec du levier ; il a le mandat d'investir hors Europe et a ainsi bénéficié de son fort biais short financiers aux Etats-Unis (assureurs, courtiers, gérants d'actifs). De plus, son portefeuille long est focalisé sur les valeurs de l'énergie et de la consommation non discrétionnaire : deux secteurs qui ont bien résisté en janvier.

La pire performance vient d'un gérant qui a été impacté par la forte baisse du titre Barclays. Fin 2008, il a décidé de prendre une position acheteuse en obligations convertibles Barclays échéance 2009, celles-ci offraient à l'époque un rendement actuariel de 10%. La publication de chiffres catastrophiques de RBS et le spectre d'une nationalisation de plusieurs banques anglaises ont entraîné les titres bancaires anglais à la baisse : le titre Barclays a perdu 30% en janvier. A cause d'une mise en place tardive de couverture contre la baisse du secteur financier, le fonds a perdu plus de 1.5% net sur cette position en janvier !

Nos gérants américains ont également bien résisté en janvier et c'est une satisfaction car ils avaient eu tendance, en 2008, à avoir un biais plus long que leurs homologues européens, ce qui n'est désormais plus le cas. La performance moyenne est de +0.5%, elles varient de -3% à +5.35%. Le meilleur performer a fait plus de trading que les autres fonds et, tout en demeurant défensif, il a su tirer profit de l'effondrement des valeurs financières, notamment Bank of America qui dévissa de plus de 50% en janvier. De plus, il a profité de ses positions longues en valeurs liées à l'or.

Les gérants européens et américains sont toujours aussi conservateurs. Malgré les fortes révisions à la baisse des anticipations de croissance pour 2009 (-20% en moyenne sur les 3 derniers mois de l'année 2008), et malgré la baisse historique des marchés l'année dernière, aucun gérant ne considère que le plancher est atteint. Les mauvais chiffres macroéconomiques, les nombreux profit warning publiés récemment (Caterpillar, State Street, Deutsche Bank, Lufthansa, Macy's...) ainsi que le spectre d'augmentations de capital massives avec forte décote incitent les opérateurs à maintenir leur biais défensif. Ceci d'autant plus que l'année 2008 s'est achevée sur un rebond de 25% qui leur a offert de belles opportunités pour mettre en place de nouvelles positions vendeuses !

Dans un environnement encore une fois très difficile, les fonds LS émergents ont su protéger leur capital de manière efficace. La performance du mois s'établit à environ +0.07% sur notre portefeuille, avec des performances assez homogènes puisqu'elles varient entre -1.48% et +2.8%. Le mois de janvier aura été difficile pour les marchés émergents avec une baisse de -3.36% pour le MSCI Asie ex Japon, -15.69% pour le MSCI Europe de l'Est, et +0.31% pour le MSCI Amérique Latine. Ces mauvaises performances cachent des disparités importantes puisque le marché local chinois termine en hausse de +9.33%, la Corée de +3.35% et le Brésil de +4.66%.

Notre portefeuille est toujours peu en risque avec une exposition brute d'environ 55% pour une exposition nette proche de 8%. Les risques sectoriels sont aussi très faibles et les portefeuilles assez diversifiés, ce qui est en ligne avec un positionnement macro très prudent.

Stratégies de Trading de Futures

La performance de nos gérants CTA (trading de futures) s'établit à -0.13%. Les suiveurs de tendance long terme enregistrent une perte moyenne de -0.57% tandis que les gérants court terme sont positifs sur le mois avec une performance de +0.81%.

Les suiveurs de tendance ont enregistré la majeure partie de leurs pertes dans le secteur des taux d'intérêts. Ils étaient, en effet, massivement positionnés à la baisse des taux longs sur toutes les zones, les gains enregistrés suite à la baisse des taux courts opérée par la banque d'Angleterre et la BCE n'ont pas compensé la perte subie par la hausse des taux longs européens et américains sur la période. Ils ont néanmoins continué à profiter de leurs positions vendeuses sur les actions (avec néanmoins une faible exposition) et sur les matières premières, énergie en tête. Le secteur des devises n'a pas été profitable en général même si les performances dans ce secteur sont assez hétérogènes d'un gérant à un autre. Le renforcement du dollar a pénalisé certaines positions longues EUR/USD et la forte volatilité sur certaines devises a enclenché des stop loss. Des positions vendeuses sur le dollar canadien et acheteuses sur le dollar australien n'ont ainsi pas pu être maintenues suite à des renversements de tendance

survenus en milieu de mois. Les gérants court terme ont tiré profit ce mois-ci de la volatilité toujours élevée sur les actions d'où la majorité de leurs gains provient.

MACRO

En janvier 2009, nos gérants Global Macro discrétionnaires ont dégagé des profits une nouvelle fois concentrés sur des positions directionnelles sur les taux d'intérêts. Leurs performances vont de +0.85% à +7.47%, soit un très bon début d'année pour la stratégie à +3.17% en moyenne. Les profits proviennent principalement des taux d'intérêts, avec des positions optionnelles qui jouent la poursuite de la détente monétaires par les principales banques centrales, des positions de pentification de courbe des taux et des positions longues de durée sur les taux longs qui ont bénéficié de la poursuite du rallye obligataire dans le contexte de poursuite de la crise bancaire couplée à une nouvelle dégradation des chiffres macro-économiques.

Sur les matières premières, nos gérants spécialisés ont de nouveau réussi à exploiter la baisse des prix de l'énergie ainsi que des métaux malgré des résultats mitigés sur les métaux précieux, en particulier l'or qui semble temporairement retrouver son statut de valeur refuge. Les pertes sont concentrées sur les devises dont la volatilité élevée rend difficile l'exploitation de positions à long terme fondées sur les fondamentaux économiques, à l'image du retournement à la hausse de la livre sterling contre l'euro. Enfin sur les actions, malgré un biais globalement négatif, la majorité de nos gérants n'ont pas profité du « sell-off » généralisé des principaux indices car ils avaient coupé leurs positions suite au rallye de fin d'année. Ils se sont donc maintenus à l'écart de cette classe d'actif à l'exception de certains qui ont opportunément vendu le secteur des financières.

En terme de perspectives, le ralentissement économique global et les cycles de détente des politiques monétaires des différentes banques centrales et leurs divergences en terme d'agressivité représentent toujours les principaux thèmes macro-économiques joués par nos gérants.

Olivier Ramé