

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

Malgré une baisse assez forte des marchés actions et un déclin plus qu'important des marchés de crédit, Les obligations convertibles résistent relativement bien en février. Selon Merrill Lynch, les convertibles américaines ne baissent ainsi que de 2.6% alors que leurs sous-jacents actions baissaient de 11.7%. La classe d'actif démontre ainsi ses qualités défensives, qualités qui n'avaient malheureusement pas fonctionné l'an passé. Les obligations convertibles des sociétés Investment Grade ont perdu -3.4% sur le mois sous l'effet des financières tandis que les catégories les plus spéculatives ne baissaient que de -0.7%. Par ailleurs, dans un contexte où les entreprises continuent de racheter leur propre dette, la décote par rapport à la valorisation théorique s'est encore réduite en février. Ce mouvement a été renforcé par la présence d'acheteurs crossover (fonds diversifiés, allocataires) procédant à des achats à bon compte, alléchés par le profil de rendement/risque des OC sur ces niveaux de marché.

Notre poche d'arbitrage, désormais composée d'un seul et unique fonds, réagit positivement à ces facteurs avec une hausse de +4.3% sur la période. Ce fonds, qui investit principalement sur les entreprises de moyennes tailles, a bénéficié notamment d'opportunités importantes en terme de gamma trading.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Au mois de février 2009, nos gérants d'arbitrage de taux ont de nouveau bénéficié 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 une multitude de sous-stratégies :

- les positions sur l'aplatissement des courbes EURO et UK,
- l'arbitrage des dislocations de cours à l'approche des adjudications (Europe, UK et nouvelles émissions de US Treasuries de maturité 7 ans et 30 ans),
- les basis calendar roll sur les futurs allemands Bund, Bobl, Shatz,
- les basis trades (cash versus futures) sur le 10 ans US et les US swap spreads rendus particulièrement attractifs par les importantes dislocations des courbes de taux,
- des positions directionnelles à la baisse de l'inflation en Europe.

Les pertes proviennent principalement des positions long inflation au Japon qui ont été soldées grâce aux rachats du Ministère des Finances japonais.

En terme de perspectives, l'avalanche de nouvelles émissions obligataires destinées au financement des politiques de soutien à l'économie devrait continuer à favoriser les dislocations de courbes de taux, sources d'opportunités pour la stratégie.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Après deux mois de resserrement des spreads, la tendance des marchés de crédit s'est inversée en février suite à une succession de mauvaises nouvelles économiques dont l'importante révision à la baisse du PIB américain au quatrième trimestre 2008 (à -6.2% en rythme annualisé contre -3.8% en première estimation). Ce regain d'aversion au risque a été amplifié par l'annonce de pertes historiques de la part d'AIG, prouvant si besoin en était que le risque systémique pèse encore sur la finance mondiale.

Tous les segments de l'univers crédit ont subi la correction ; de «Investment Grade» au «High Yield» en passant par «l'Emerging Market». Aux États-Unis, les obligations à haut rendement finissent ainsi le mois sur une baisse de 3.5% si l'on se réfère à l'indice Merrill Lynch High Yield Master II, soit un écartement des spreads de 112bps à 1738bps. Ce chiffre cache toutefois une forte différenciation au sein de l'univers : ainsi, les obligations notées BB ne baissent que de -1.7% tandis que les catégories les plus spéculatives (CCC) reculent de 7.7%. En terme sectoriel, les financières, l'automobile ainsi que les services à la consommation enregistrent une baisse supérieure à 10% sur le mois. A l'inverse, les secteurs défensifs (health care, télécommunications, distribution de biens de consommation courants) limitent la casse, voire délivrent une performance positive. Le niveau de dette «distressed» reste par ailleurs assez élevé à la fois sur l'Investment Grade et sur le High Yield, totalisant \$ 812 milliards en valeur faciale. Ainsi, la proportion d'obligations se négociant à un spread supérieur à 1000 points de base est de 12.1% parmi les titres les mieux notés et de 68.2% au sein de l'univers High Yield ! Les taux de défaut ont en outre augmenté substantiellement depuis le début de l'année pour atteindre 5.15% en rythme annuel. Depuis le début de l'année 18 émetteurs High Yield ont déjà fait défaut pour un total de \$ 27.2 milliards, à comparer avec 42 défauts en 2008 pour \$ 19.5 milliards.

Dans ces conditions, nos fonds d'arbitrage de crédit finissent le mois sur une note positive avec une performance moyenne de +1.96%. Tous les fonds génèrent une performance positive s'échelonnant de +0.86% à +4.15% d'abord grâce au profil baissier adopté ces derniers mois mais aussi due à un positionnement concentré sur les secteurs contra cycliques. Le biais «short» a par ailleurs été augmenté de manière ciblée sur des dossiers dont les fondamentaux de crédit sont en dégradation. Nous notons par ailleurs un regain d'intérêt pour les positions qui offrent un profil de rendement convexe bénéficiant de la volatilité du marché ou d'événement spécifique comme le défaut.

Quant à notre poche distressed, elle résiste plutôt bien sur le mois avec une performance moyenne à -0.13% et des résultats de gérants s'échelonnant de -1.90% à +1.03%. Les fonds ont dans l'ensemble bénéficié de positions de couverture sur les marchés actions tandis que le portefeuille long continue de souffrir dans l'ensemble mais reste peu investi, les gérants disposant d'une grande proportion de cash en attente d'être déployée.

Arbitrage d'Actions

Notre poche de fonds Equity Market Neutral a réalisé une performance moyenne de -0.16% en février, la meilleure performance étant de 3.44% et la plus mauvaise étant de -3.48%. L'environnement de marché continue d'être difficile pour nos gérants fondamentaux compte tenu de la nouvelle baisse des marchés actions qui entretient la volatilité à des niveaux élevés. Les bancaires ont de nouveau sévèrement corrigé en perdant 18% et le secteur de l'assurance est celui qui a le plus souffert, en s'octroyant une baisse de 21%. A l'inverse, des secteurs comme les télécommunications, le retail, les médias et la chimie ont bien résisté, n'enregistrant que de modestes baisses. Le point important à noter au cours de ce mois est le retour des investisseurs sur les secteurs cycliques, comme les industrielles et la consommation, mais aussi la forte baisse du secteur de la santé, pour lequel le mois de février aura été le pire mois sur les 20 années d'existence de l'indice S&P Healthcare.

Nos fonds market neutral sectoriel spécialisé sur le Healthcare ont fortement souffert d'un flux de mauvaises nouvelles sur le secteur qui a mis à mal les modèles de valorisation :

- craintes autour des effets de la réforme de l'assurance maladie américaine Medicare,
- impact de la réforme sur les bénéficiaires des sociétés qui pourrait réviser à la hausse le système de taxation,
- anticipation de concentration du secteur avec un pipeline de fusions / acquisitions qui pourrait détruire de la valeur pour l'actionnaire (endettement, effet dilutif etc....)

Les fonds plus diversifiés n'ont été que légèrement négatifs en raison de leur positionnement long centré sur les valeurs défensives et short sur les secteurs de la construction et de la finance. Il faudra voir au mois de mars comment le rebond des financières impacte ces gérants.

Dans cet environnement de marché, les stratégies trop fondamentales continueront d'être pénalisées par rapport aux gérants plus tactiques, plus enclins à faire du market timing. Les dispersions intra-sectorielles sont toujours attractives, mais tant que les marchés resteront décorrélés des fondamentaux des sociétés, les opportunités d'alpha sur le stock picking seront limitées. Les fonds n'ont pas accru leur exposition brute et continue à privilégier une approche prudente.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

Notre poche de fonds de Situations Spéciales a réalisé en moyenne -0.36% en février ; celle de nos fonds d'arbitrage de fusions est de -0.50% et notre poche de fonds Multi Evènementiel a le plus souffert avec un recul de 1.93%.

Ces derniers ont pâti de leur exposition au risque de crédit qui a connu, comme explicité ci-dessus, un violent retracement sur les dernières semaines de février.

La stratégie d'arbitrage sur fusions traverse quelques difficultés en raison d'un environnement difficile avec un volume de transactions très faible, une raréfaction des grosses opérations susceptibles d'intéresser nos gérants, des primes à l'annonce qui restent élevées mais en décroissance et des spreads volatiles en raison des risques de «deal break». La réduction du nombre d'acteurs dans cette stratégie permet cependant aux survivants d'exploiter la moindre opportunité d'arbitrage bien que la volatilité des spreads reste importante. L'un de nos gérants a par exemple été impacté par la forte volatilité autour du deal Rohm & Haas – Dow Chemical sur les dernières semaines de février, avec un titre qui était descendu à 51\$ et un spread annualisé qui a atteint jusqu'à 80%. Mais finalement, la transaction va clôturer à 78\$ par action et offrira un gain substantiel.

De son côté, la stratégie Event Equity a bien résisté en raison de sa faible exposition au marché. Nos gérants privilégient à court terme les évènements à durée courte et se tiennent prêts à accroître leur allocation aux situations spéciales (capital structure, restructuration, turn-around) dès que la visibilité sera améliorée. Les meilleurs gérants sont ceux qui ont favorisé un trading tactique, une approche prudente combinée avec un portefeuille diversifié.

Stratégies Long Short sur Actions

Les marchés actions américains et européens ont amplifié leur baisse en février. Les indices S&P 500 et MSCI Europe ont fini respectivement à -11% et -9.5%, la dernière semaine du mois ayant été particulièrement mauvaise notamment aux Etats-Unis (-5% pour le S&P 500). Les financières américaines ont une nouvelle fois été les plus durement touchées, le S&P Financials est désormais à -50% YTD ! Malgré ces baisses spectaculaires et contrairement à ce que l'on a pu observer en 2008, on constate une grande disparité intersectorielle, le Nasdaq ne baissant par exemple «que» de 5% en février.

Après un bon mois de janvier nos gérants européens ont bien résisté en février : performance moyenne autour de zéro avec des écarts allant de -1.4% à +2.6%. Le meilleur performer du mois a doublé la taille de son bilan depuis fin 2008, il a essentiellement

gagné de l'argent côté short sur des valeurs défensives comme par exemple Novartis ou encore une valeur telecom scandinave qui a émis un «profit warning». Le moins bon performer de la poche a un profil de risque très conservateur. Il opère avec des niveaux d'expositions brutes et nettes très faibles et n'a ainsi pas pu profiter des dislocations sectorielles. De plus, ses tentatives de trading opportunistes sur l'indice Eurostoxx via options ont échoué.

Hormis une exception, nos fonds LS US ont également bien résisté. La performance moyenne est de -0.8%, elles varient de -6.2% à +2.4%. Le meilleur performer a fait plus de trading que les autres fonds, il a profité de ses positions longues en valeurs liées à l'or et de son book short composé essentiellement d'indices et de valeurs financières. Le plus mauvais performer accuse une forte baisse, il est le fonds le plus exposé au marché de notre poche avec une exposition nette de près de 70% de sa NAV, positionnement difficile actuellement.

Les gérants sont globalement toujours aussi négatifs sur la conjoncture économique mondiale. Cela dit, leurs récentes bonnes performances ainsi que le fait que les problématiques de deleveraging/vente forcée qui avaient fortement pénalisé les «stock-pickers» en 2008, soient, a priori, derrière nous les ont incité à redéployer du capital ces dernières semaines. De plus, avec notamment la sous performance de nombreuses valeurs défensives ces 3 derniers mois, de plus en plus de gérants considèrent être proches des plus bas sur certaines valeurs comme les titres défensifs générant du Free Cash Flow, avec un bilan sain et des dividendes yield élevés.

Les marchés émergents auront encore beaucoup souffert au cours du mois de février même si les baisses constatées sont inférieures à celles des marchés américains et européens. L'indice MSCI Emerging a chuté de -5.71% et le MSCI Asie Pacifique hors Japon reculait de -3.83%. Contrairement aux derniers mois de l'année 2008 lors desquels la corrélation entre les marchés atteignait son pic, nous observons des disparités de performances importantes entre les pays de la zone émergente. La Chine (marché local), Taiwan ou encore la Malaisie ont par exemple connu des rebonds assez marqués en février avec des hausses respectives de +4.63%, +7.28% et +1.20%. La performance des gérants spécialisés sur la zone émergente a été satisfaisante avec un recul limité à seulement 49 points de base sur la période. Les faibles niveaux d'expositions brutes et nettes sont toujours d'actualité et expliquent la bonne résistance de la stratégie sur les derniers mois et les faibles disparités de résultat entre les fonds.

Nous notons cependant un changement de discours assez récent, avec une augmentation légère des taux d'investissement et de l'appétit au risque même si le niveau général reste historiquement faible. Il nous est apparu, dans le discours de ces mêmes gérants, que la Chine est sans aucun doute le pays le plus à même d'offrir une décorrélation dans la mesure où l'interventionnisme de l'État augmente la probabilité d'une sortie de crise anticipée. Mis à part sur la zone chinoise, les commentaires restent très prudents que ce soit sur l'Europe de l'Est, l'Amérique latine, les pays exportateurs asiatiques ou les pays du Moyen-Orient. Seuls quelques uns se risquent à des investissements très spécifiques en Russie après la baisse massive de ce marché sur les huit dernier mois.

Stratégies de Trading de Futures

La performance de nos gérants CTA sur le mois s'établit à -0.05%. Cette performance est marquée par une certaine disparité dans les performances des gérants. La performance des suiveurs de tendance long terme est légèrement positive sur le mois à +0.21% alors que notre poche de gérants court terme enregistre une perte d'environ 52 points de base.

Les modèles «long terme» ont enregistré l'essentiel de leurs gains sur les positions vendeuses actions (plus ou moins importantes selon les gérants) ainsi que dans le secteur de l'Énergie. Dans ce secteur, les performances sont assez disparates en raison de la forte volatilité du prix du pétrole durant le mois. Le retournement survenu en milieu de période a partiellement sanctionné les positions vendeuses et le P&L final dans ce secteur dépendait fortement du timing ainsi que de l'évolution du poids de ces positions. En revanche, les positions vendeuses sur le gaz naturel ont maintenu leur profitabilité semaine après semaine.

Dans le secteur des taux d'intérêts, les performances restent hétérogènes mais avec un impact final légèrement négatif. Les positions longues de durée sur la partie courte de la courbe anglaise ont été sanctionnées en raison de l'anticipation par le marché d'une politique de détente quantitative de la Banque d'Angleterre qui devrait mettre fin à la baisse des taux courts. Sur la partie longue des courbes, l'absence de tendances claires ainsi que la volatilité importante n'ont pas permis une contribution significative de ce secteur à la performance globale.

Sur les devises, le positionnement des gérants est assez varié en raison de la forte volatilité du secteur qui influence différemment les modèles en fonction de leurs propres horizons de placement. Les positions longues JPY/USD ont été généralement sanctionnées tandis que l'affaiblissement du dollar canadien face au dollar américain ainsi que la chute de la couronne suédoise face à l'euro ont été profitables.

Les gérants court terme ont connu des fortunes diverses durant le mois. Le moins bon performer de la poche (-2.02%) a subi l'essentiel de ses pertes sur les devises malgré une forte volatilité généralement profitable à ce type de stratégie. D'une manière générale, tous les gérants de la poche ont souffert sur cette classe d'actif mais certains ont pu finir le mois en territoire positif en compensant ces pertes par des gains importants sur les actions.

MACRO

Nos gérants Global Macro discrétionnaires ont dégagé des profits une nouvelle fois concentrés sur des positions directionnelles de taux d'intérêts. La stratégie poursuit son bon début d'année et affiche une performance de +3.85% depuis le 1^{er} janvier. Les profits proviennent donc majoritairement :

- des positions longues de duration sur les taux longs qui ont bénéficié de la poursuite du rallye obligataire dans le contexte d'aggravation de crise bancaire couplée à la dégradation ininterrompue des chiffres macroéconomiques,
- des positions vendeuses sur les marchés de l'énergie et
- des stratégies optionnelles jouant la poursuite de la détente monétaire des principales banques centrales.

Les pertes sont quant à elles concentrées sur les devises dont la volatilité élevée rend toujours difficile l'exploitation de positions à long terme fondées sur les fondamentaux économiques ainsi que sur les matières premières, métaux et agriculture en tête de liste. Enfin, sur les actions, malgré un biais globalement « bearish », la majorité de nos gérants demeure à l'écart des indices actions et ils n'ont pas profité des pertes conséquentes observées sur les principaux indices au cours du mois de février.

En terme de perspectives, le ralentissement économique global et l'impact des différents plans de relance au niveau national et la tentative de coordination du G20 au niveau international représentent les principaux thèmes macroéconomiques joués par nos gérants.

Olivier Ramé
Directeur de la Gestion