

La forte baisse des marchés entamée début janvier s'est brutalement interrompue le 9 mars, date de départ d'un rebond très violent concernant principalement les valeurs financières, cycliques et industrielles et pénalisant dans le même temps les valeurs défensives des secteurs de la santé et des utilities. Autant dire que ce n'est pas le scénario rêvé pour une gestion alternative globalement positionnée à la poursuite de la dégradation de la conjoncture. Mais nous restons serein, notre diversification stratégique a porté ses fruits et aucun de nos produits n'a connu un recul significatif de sa valeur liquidative. Nous portons une grande attention aux expositions sous-jacentes de nos gérants, quitte à prendre des positions de couverture au niveau des OPCVM si nous constatons une augmentation ou une dérive des facteurs de risque.

Les marchés ont cependant évolué en dents de scie sur le mois. La première moitié fut marquée par une forte baisse des actions, atteignant donc leur point bas le lundi 9. Ce climat d'incertitude fut caractérisé par une déferlante de mauvaises nouvelles mêlant chiffres économiques décevants, dégradation de la situation des entreprises et communication hasardeuse du Trésor américain à propos du plan TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). En revanche à partir du point bas, la réponse du marché aux annonces d'intervention des États a été sans précédent. La mise en place d'une politique monétaire accommodante (« quantitative easing ») engagée par la FED et la BoE, les précisions concernant le plan TALF avec notamment les détails du partenariat public-privé, le volontarisme des dirigeants à l'approche du G20 et le leadership assumé d'Obama sont autant de points qui ont insufflé un regain d'optimisme sur les marchés. Si l'on y ajoute les commentaires optimistes des dirigeants de banques sur les profits générés au premier trimestre par les filiales de financement et d'investissement, on comprend mieux l'ampleur du rallye de 25% des indices actions.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

Les obligations convertibles ont bien performé en mars générant un gain de +5.4% alors que le marché actions sous-jacent générait une performance positive de 11.7%. Les OC spéculatives ainsi que les OC émises par les grandes capitalisations ont sur-performé sur le mois. La décote par rapport à la valorisation théorique s'est encore rétrécie sur le mois, passant de 2.77% à 2.53%, traduisant l'intérêt porté sur ce segment de marché.

Ainsi, le marché primaire a retrouvé des couleurs après 6 mois de mutisme avec un volume de nouvelles émissions de 4.2 milliards \$ (dont 2.2 aux Etats-Unis et 1.7 en Europe). L'émission de la convertible Arcelor Mital de 1.25 milliards \$ est symptomatique de l'intérêt actuel pour ce marché : avec un coupon de 7.25%, la société industrielle a offert une prime de conversion de 32% soit une participation à hauteur d'environ 70% de la hausse de l'action. D'autre part, il faut noter le soutien offert par la présence d'acheteurs « crossover » ainsi que par les opérations de rachat de dettes initiées directement par les émetteurs.

Notre poche d'arbitrage d'obligations convertibles désormais composée d'un seul et unique fonds réagit positivement à ces facteurs avec une hausse de +1.12% sur la période vs 1.16% sur le mois pour l'indice HFRX Conv Arb.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Au mois de mars 2009, l'ensemble des stratégies de nos gérants d'arbitrage de taux a bien fonctionné. La poche délivre ainsi un résultat de +1.20% sur le mois soit +4.56% sur le premier trimestre 2009. Les principaux bénéfices proviennent des positions suivantes : sur la zone US, des dislocations de courbe générées par les nouvelles émissions de bons du Trésor (adjudications sur les maturités 2, 3, 5 et 7 ans), des positions longues de durée qui ont bénéficié de l'annonce du programme de rachats de papiers par la FED (« quantitative easing »); sur la zone euro & UK : de la baisse des taux courts par la BCE et de la mise en place du programme quantitatif de la Banque d'Angleterre.

Sur les devises, nos gérants ont pris leurs profits sur les positions directionnelles (short sterling) au profit de positions de spreads sur la volatilité (Long vol AUD short vol USD et yen, Long vol euro short vol CHF). Les pertes sont à nouveau concentrées sur les obligations indexées sur inflation au Japon, position enfin soldée grâce aux rachats de ces obligations par le gouvernement Japonais.

En terme de perspectives, les différents programmes quantitatifs des banques centrales et l'avalanche de nouvelles émissions obligataires, destinées au financement des politiques de soutien à l'économie devraient continuer à favoriser les dislocations de courbes de taux des marchés obligataires souverains les plus liquides (pays G7), sources d'opportunités pour la stratégie. Nous continuons de surpondérer la stratégie.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Malgré la forte volatilité des marchés de crédit, les indices High Yield terminent le mois sur une performance positive de 3.3%. La catégorie CCC gagne pour sa part 8.8% et revient à l'équilibre sur l'année, principalement grâce au rebond du secteur automobile. Les obligations Investment Grade perdent pour leur part -0.2% en mars.

Dans ces conditions, nos fonds d'arbitrage de crédit finissent le mois sur une note positive avec une performance moyenne de +0.27% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de -0.92% à +1.85%. Le profil baissier de nos fonds a globalement coûté sur les deux dernières semaines mais deux d'entre eux ont réussi à maintenir la performance générée en début de mois grâce à une exposition dynamique et opportuniste. Du côté long, ces fonds sont investis sur des sociétés où les gérants estiment le risque de défaut très faible voire nul, dont les notations sont centrées autour de BB et sur des maturités courtes ; le

portefeuille short se focalise quant à lui sur des obligations Investment Grade qui restent trop chères et qui ne compensent pas les risques encourus.

L'environnement reste difficile pour les fonds spécialisés sur les dettes Distressed dans un contexte de marché difficile. Le mois de mars a été marqué par une vague importante de défaut : le câblo-opérateur Charter Communication ou encore le spécialiste des pages jaunes Idearc ont, entre autre, fait défaut sur leurs dettes. Par ailleurs, le ratio de distressed reste à des niveaux élevés (70.3% pour le HY ; 13.7% pour l'IG) tandis que 58 mds \$ d'obligations ont vu leur note dégradée par les agences. Dans ce contexte, le book distressed génère sur le mois une performance moyenne de -0.55%, la performance des constituants de la poche s'échelonnant de -2.40% à +0.96%. Les fonds exhibant un profil long / short ont souffert de leurs positions short sur les indices actions et/ou de paris baissiers sur les secteurs financiers et industriels. Comme nous nous y attendions les fonds à profil plus « long only » génèrent enfin une performance positive.

Arbitrage d'Actions

Notre poche de fonds Equity Market Neutral a réalisé des performances très hétérogènes au mois de mars, les performances s'échelonnant de -4,88% à 4,27%, avec une moyenne de -0,10%, bien que seuls deux fonds aient enregistré des performances négatives.

Le phénomène de « junk rally » qui a vu massivement rebondir les sociétés les plus touchées par la crise financière a globalement pénalisé la performance de la stratégie et notamment celle de nos gérants les plus défensifs ou les plus négatifs. Les deux fonds négatifs sur la période possédaient un biais short, l'un sur les financières l'autre sur les valeurs cycliques.

Nos gérants de trading ont quant à eux mieux résisté et affichent dans l'ensemble des performances positives. Notre fonds spécialisé sur le secteur de la santé a été le meilleur contributeur notamment grâce à la clôture de la transaction entre Merck et Schering-Plough, qui s'est conclue sur la base d'un premium de 34%.

Dans ces conditions de marchés difficiles et hautement volatiles, la gestion du risque est essentielle et nous prenons un soin particulier à suivre les expositions sectorielles de nos gérants. En revanche, les opportunités de génération d'alpha sont nombreuses, car la dispersion intra-sectorielle reste historiquement élevée.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

Notre poche de fonds d'arbitrage d'évènements a réalisé une performance moyenne de -1,31% en mars avec cependant une remarquable performance de la sous stratégie de fusions-acquisitions qui délivre +1,68%.

Les performances de nos fonds de situations spéciales se sont échelonnées de -4% à +1,3%. Le plus mauvais contributeur de cette poche a souffert de son positionnement très net short - jusqu'à -20% en cours de mois - et notamment de ses positions de couverture sur les banques européennes (au premier rang desquelles figuraient des banques espagnoles...), ainsi que sur sa couverture macro constituée de CDS souverains européens. Notre meilleur contributeur, à l'inverse, a profité de son biais long marché, secteur financier et obligations high yield.

Sur le front des opérations de rapprochement nous constatons que les primes payées par les acquéreurs restent à des niveaux historiquement élevés et que le nombre de transactions augmente de manière régulière depuis le début d'année. Les gérants sous-jacents sont globalement positifs sur leur stratégie qui offre des spreads attrayants notamment à cause du manque de compétition (retrait des comptes propres de banque et baisse des encours et du levier des hedge funds). Nous considérons réaugmenter notre allocation sur ce segment dans les prochaines semaines.

Stratégies Long Short sur Actions

Après un bon début d'année, nos fonds Long Short actions ont « rendu » une partie de la performance en mars. Tous nos fonds européens sont en territoire négatif avec des baisses variant de -8.6% à -0.2% avec une performance moyenne à -2.7%. La pire performance est à mettre au débit d'un gérant qui a subi de plein fouet le retournement sectoriel intervenu en mars. Il a perdu des deux côtés de son portefeuille et n'avait effectivement pas anticipé que les secteurs défensifs (alimentation, énergie) baisseraient en cas de rebond du marché. Nos gérants américains se sont heureusement mieux comportés grâce à leur exposition nette longue légèrement plus élevée mais surtout grâce à un positionnement moins défensif que leurs homologues européens. La performance moyenne est de +1.3%, avec des variations entre -1.9% et +7%. Le meilleur performer conserve un biais long prononcé avec une exposition nette oscillant structurellement entre 70% et 90%. Après avoir beaucoup souffert depuis 6 mois, il est repassé en territoire positif sur l'année. Le plus mauvais performer a un profil de risque assez conservateur avec une exposition légèrement nette short. Malgré le changement de momentum dans le marché, sa vue négative sur l'économie réelle et sur l'évolution future des marchés demeure inchangée.

Même si nous entrevoyons des signes positifs du côté économique (arrêt de la dégradation séquentielle des résultats des entreprises, interventions massives des banques centrales, stabilisation du marché immobilier US...) la majorité de nos gérants considère que la hausse entamée début mars constitue un typique « bear market rally ». Ainsi, ils resteront peu exposés au marché (exposition nette autour de 15-20%) et conserveront à moyen terme leur positionnement long des valeurs défensives, et short des cycliques. Cependant et étant donné les montants records de cash chez les opérateurs de marché et les faibles niveaux de

valorisations atteints sur certains secteurs, ils craignent la poursuite du rebond et ils ont souvent couvert, de manière tactique et opportuniste, tout ou partie de leur biais négatif.

Nos gérants Long Short émergent se sont comportés de façon logique étant donné la structure actuelle très défensive de ce portefeuille (+0.66% sur le mois de mars). Les gérants asiatiques ont le plus souffert d'un positionnement très défensif, souvent agrémenté de couvertures optionnelles qui ont vu leurs valeurs baisser avec le recul de la volatilité. Les gérants chinois et émergents ont eux mieux su tirer parti du rebond avec des performances respectives de + 5.68% et +4.66%, principalement grâce à une augmentation de leurs expositions aux valeurs cycliques de l'indice « H shares » et aux valeurs énergétiques russes.

Nous continuons d'augmenter notre allocation aux gérants chinois et globaux émergents au dépend des gérants pan-asiatiques tout en nous assurant de leur caractère opportuniste, c'est-à-dire de leur capacité à réduire rapidement leurs risques aux premiers signes d'essoufflement du marché.

Stratégies de Trading de Futures

Le mois de mars aura été difficile pour les stratégies de trading à cause des retournements de tendance qui se sont matérialisés simultanément sur les différents marchés sous-jacents. Des pertes ont été subies sur la majorité des marchés et elles n'ont épargné aucun segment de l'industrie des CTAs. Les suiveurs de tendance long terme finissent le mois sur une perte de -3.71% alors que nos gérants court terme enregistrent une performance de -2.08%.

Hormis les taux d'intérêts, toutes les classes d'actifs ont contribué négativement à la performance. Ainsi, les rebonds conjugués des actions et des matières premières ont sanctionné les positions vendeuses de nos gérants. Le renversement de tendance sur les commodities a été généralisé et a touché aussi bien les métaux industriels, les prix énergétiques (où seules des positions vendeuses sur le gaz naturel ont continué à être profitables) et les matières premières agricoles. La performance dans le secteur des devises a été également négative notamment à cause de la faiblesse du dollar face aux devises des pays exportateurs de matières premières (AUD, KIWI et CAD).

Au final, seul le secteur des taux d'intérêts a été profitable aussi bien sur la partie courte que sur la partie longue de la courbe. Les positions globalement longues de durée ont généré des profits mais insuffisants pour contrebalancer les pertes subies sur les autres classes d'actifs.

Les gérants court terme ont connu des fortunes diverses et leurs performances sont plutôt hétérogènes. La moitié des gérants finit en territoire positif, la poche globale étant pénalisée essentiellement par la performance d'un gérant (-6.02% sur le mois) qui n'a pas réussi à capter les renversements de tendance notamment sur les actions.

Malgré des niveaux de volatilité qui restent globalement élevés sur les différents marchés, la stratégie passe par une période difficile avec un environnement sans tendances claires et marqué par des mouvements erratiques généralement défavorables pour les suiveurs de tendance. Cette phase de transition peut néanmoins être mise à profit par les modèles haute fréquence qui sont plus à même de se positionner en anticipation des renversements. Même si la performance de notre poche court terme est négative en mars, nous restons positifs sur cette stratégie – avec un profil généralement long de volatilité – aussi bien en absolu qu'en relatif vis-à-vis des suiveurs de tendance à long terme.

MACRO

Au mois de mars, nos gérants Global Macro discrétionnaires ont manifestement sous-estimé l'effet d'annonce des différents plans de relance coordonnée du G20 en maintenant leur biais négatif sur l'évolution des marchés. Leurs pertes sont concentrées sur les indices actions avec des positions vendeuses initiées sur les perspectives de dégradation des fondamentaux économiques mondiaux au premier trimestre. Les gains réalisés sur les taux d'intérêts, avec des positions sur la partie courte (à la baisse des taux courts en Europe et des taux longs aux Etats-Unis), sur les positions intra zone euro sur les spreads des obligations des pays périphériques (short Italie-Autriche versus Allemagne) et sur des stratégies directionnelles longues du USD ne compensent pas les pertes liées aux indices actions : la stratégie perd -0.20% sur le mois et ramène la performance annuelle à +3.45%.

Sur les matières premières, nos gérants ont pris leurs profits sur leurs positions à l'achat sur l'or mais les gains enregistrés sur le retournement à la hausse du pétrole ont été neutralisés par des pertes sur le gaz naturel. Enfin, leurs positions à l'achat sur les produits agricoles initiées suite à la sécheresse affectant les rendements de production en Chine et en Amérique du Sud, n'ont rien donné, les marchés n'ayant pas intégré ce paramètre dans les cours.

En terme de perspectives, nos gérants conservent un positionnement toujours négatif bien qu'ils s'interrogent sur l'impact économique des mesures des plans de relance. Cela ne facilite donc pas le positionnement directionnel sur les indices actions et nous conforte dans notre décision d'avoir privilégié les gérants spécialisés sur les taux d'intérêts et les matières premières.

Olivier Ramé
Directeur de la Gestion