

Le rebond entamé le 9 mars s'est intensifié en avril, les indices actions terminent le mois en forte hausse et reviennent en territoire positif sur l'année. Les indices Nasdaq, S&P 500 et MSCI Europe ont progressé respectivement de 13%, 9% et 12% sur le mois. Les secteurs les plus heurtés en 2008 ont continué de surperformer le marché : l'indice DJ Stoxx Banques Europe a progressé par exemple de 35% en avril tandis que les DJ Stoxx Telecoms et Pharma Europe ont terminé le mois à l'égal !

Tout comme le marché action, le rebond des marchés de crédit s'est poursuivi tout au long du mois d'avril. Dans ces conditions, le regain d'appétit pour le risque s'est traduit par un retour prononcé des investisseurs sur toutes les classes de crédit. L'indice Merrill Lynch High Yield Master II finit le mois sur une performance record avec un gain de 11.5%, correspondant à un resserrement des spreads de 358bps à 1345bps.

Cependant, les chiffres macro-économiques et les résultats des entreprises au premier trimestre 2009 renvoient des signaux contrastés. Alors que les chiffres restent globalement mauvais, la perspective d'un point d'inflexion à court terme semble émerger parmi les investisseurs et du fait de révisions à la baisse très importantes des prévisions de résultats en fin d'année dernière, les publications des sociétés au premier trimestre ressortent en moyenne meilleures qu'attendu...

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

Dans le sillage du rebond des marchés actions, l'indice BoA-ML US Convertibles, benchmark des obligations convertibles américaines, a généré une performance de 9.3% au mois d'avril. Cette performance est la seconde meilleure performance mensuelle depuis le lancement de l'indice en 1987. Les catégories spéculatives (+12.8%) ainsi que les petites (11.9%) et moyennes (9%) capitalisations ont surperformé le benchmark. Par ailleurs, la décote théorique s'est encore réduite, passant de 2.53% à 2.03% traduisant une demande toujours soutenue pour la classe d'actif. De même, après des mois de mutisme le plus complet, le marché primaire poursuit son redressement : depuis le début de l'année le marché européen des nouvelles émissions est ainsi en hausse de 54% sur un an glissant avec 8 transactions pour un montant total de 6.9 milliards USD. Le marché US est sur la même tendance avec 6.1 milliards USD placés par 17 émetteurs. Ce signe témoigne d'une amélioration des marchés de capitaux et cela devrait continuer de profiter aux obligations les plus sensibles au risque crédit. Enfin d'après Barclays, la volatilité réalisée à 90 jours continuant de baisser, finissant le mois à 59.7% pour les OC investment grade, tandis que la volatilité implicite chutait de 47.3% à 45.8%.

Dans ce contexte, notre poche d'arbitrage d'obligations convertibles, désormais composée d'un seul et unique fonds, génère une performance de 1.7%. Ce fonds qui investit principalement sur les entreprises de moyennes tailles a profité du regain d'intérêt sur ce type d'actifs. De même, le rétrécissement des spreads de crédit et le renchérissement sur le marché secondaire ont contribué positivement à la performance. Volatilité et gamma continuent en revanche de contribuer négativement et cela nous conforte dans la thèse qu'investir aujourd'hui sur les convertibles n'est en réalité qu'un jeu de crédit et pas un « arbitrage ».

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Au mois d'avril 2009, la stratégie d'arbitrage de taux a continué à bénéficier à la fois de la poursuite de la normalisation des marchés de taux d'intérêts sur le court (Libor) et des opportunités offertes par les importantes émissions obligataires des gouvernements du G3 (US-Europe-Japon). La poche taux délivre ainsi +0.34% sur le mois soit +5% depuis le début d'année. Les principales sources de profits de nos gérants ont été :

Sur la zone US : des dislocations de courbes (roll basis trades – term structure sur le front end – US swap spreads) générées pratiquement quotidiennement par les émissions de Treasuries (auctions sur les maturités 2, 3, 5, 7 et 10 ans) qui sont difficiles à absorber par le marché à des niveaux si faibles sur le long. Ces difficultés ont ainsi entraîné à la fois une augmentation des taux longs mais également une réduction des US swap spreads à des niveaux historiquement bas (sous les 8pb pour le 10 ans) ;

des positions de steepening optionnelles sur les courbes des taux et des swaps qui ont bénéficié à la fois de la compression des spreads Libor-OIS avec le rebonds des actifs risqués et du retour de la liquidité sur le court ;

sur la zone euro & UK : du lancement par la BCE de son programme de rachat d'actifs dans le cadre de sa politique quantitative de soutien à l'activité (Steepener europe), de la poursuite de celui de la Banque d'Angleterre toujours très agressive (gamma trading sur le court UK FI : long court – short forward).

En revanche les pertes continuent de se concentrer sur la courbe japonaise et sur les devises (pertes en thêta sur les options FX).

En terme de perspectives, la poursuite de l'explosion à la hausse des émissions souveraines avec en parallèle les importants programmes de rachats décidés par les principales banques centrales devraient continuer à offrir de nombreuses opportunités à la stratégie et permettre à nos gérants de maintenir un levier faible sur des marchés liquides et un niveau élevé de cash disponible (80% de l'actif en moyenne).

Programme de rachats de la FED :

Tsy Issuance, \$bn	2006	2007	2008	2009	Fed Purchases*	ex-Fed
2s	256	224	373	492	15	477
3s	81	30	53	437	102	335
5s (+ 5y TIPS)	184	170	264	446	72	374
7s	0	0	0	322	54	268
10s (+10y TIPS)	118	113	141	257	30	227
30s (+20y TIPS)	41	98	49	136	27	109
Coupon Gross	680	635	880	2,090	300	1,790
Coupon Net	191	101	332	1,548	300	1,248
10-yr Eq	368	335	471	1,268	172	1,095

Source: Barclays Capital

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Nos fonds d'arbitrage de crédit ont réussi à capter largement le mouvement de normalisation des spreads de crédit et finissent le mois sur une performance moyenne de +3.52% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de +0.45% à 5.29%. Les gains se sont concentrés sur le book long notamment sur les noms les plus larges (comme Ford) alors que la composition sectorielle plutôt défensive des portefeuilles a en revanche pesé en relatif à l'indice. La patte short a pour sa part logiquement coûté mais de manière plutôt limitée ; les fonds étant généralement short d'obligations investment grade.

Le mois a été plutôt contrasté pour nos gérants sur les obligations Distressed. La performance de la poche ressort ainsi à +0.14% traduisant une grande disparité entre les constituants. Le seul fonds de notre allocation ayant un profil long génère une performance très satisfaisante de +9.09% avec des gains répartis sur une grande majorité du portefeuille investi. Les fonds de notre allocation affichant un profil plutôt market neutral ont souffert de leur couverture actions et obligations High Yield et affichent une performance négative comprise entre -3.31% et -2.05%. Enfin, le dernier fonds de notre poche a fait preuve de plus d'opportunisme et finit neutre sur le mois. Ce gérant a notamment coupé une partie de ses positions shorts et a continué de bénéficier de l'environnement porteur pour les trades de base (CDS vs cash bond).

Arbitrage d'Actions

Notre poche Equity Market Neutral réalise une performance moyenne de -60bp en avril, mais tout comme au mois de mars les performances de ses constituants sont assez hétérogènes. Notre meilleur fonds réalise une performance de 1.5% sur le mois alors que le moins bon affichait une baisse proche de 5%. En terme de contexte financier la prolongation du rallye de marché s'est caractérisée par une forte surperformance des valeurs financières (+22%) et des valeurs cycliques au détriment des secteurs défensifs à faible bêta (-0.9% sur la pharmacie et +0.4% sur les utilities). Dans l'ensemble, nos gérants ont maintenu une aversion au risque assez élevée avec des expositions brutes très en dessous des moyennes historiques. Notre meilleur fonds investit principalement aux US sur trois segments : la technologie, la pharmacie et les biens de consommation. Dans un contexte de volatilité élevée le fonds a maintenu une exposition brute très faible depuis le début d'année – proche de 70% - mais réalise de belles performances sur la technologie dans cette période de publication de résultats et bénéficie d'un bon stock picking sur la pharmacie – secteur marqué par de nombreuses annonces de fusions. Le fonds générant la plus mauvaise performance est un fonds de financières qui a souffert d'un positionnement trop défensif alors que les annonces de résultats des banques surprenaient positivement les marchés, et que la publication des résultats des stress tests laissaient présager des augmentations de capital moins nombreuses et moins importantes que prévu. Le fonds a maintenu un positionnement inchangé et rattrape son retard en mai en bénéficiant d'une rationalisation du marché sur le secteur.

Dans l'ensemble le contexte reste très positif pour la stratégie. Alors que nous nous éloignons progressivement du point d'inflexion dans le cycle économique, les gérants anticipent que le marché sanctionnera davantage les entreprises non profitables pour valoriser les sociétés ayant de bons fondamentaux tout ceci dans un contexte où la volatilité restera élevée, ce qui devrait donner davantage d'opportunités de génération d'alpha à nos gérants discrétionnaires.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

Les perspectives pour la stratégie d'arbitrage de fusions / acquisitions sont très prometteuses : l'environnement économique semble connaître un point d'inflexion comme le montre les indicateurs avancés, les niveaux de valorisation sont très faibles et la liquidité s'améliore sensiblement. Les primes à l'annonce sont élevées avec un niveau moyen de 54% et le nombre d'acteurs présents sur la stratégie a fortement chuté ce qui contribue au niveau inhabituellement élevé des spreads post annonce. Ainsi, nous anticipons des niveaux de rendement très attractifs pour les prochains trimestres. Un autre signe positif est de constater une ouverture des

transactions vers d'autres secteurs que la pharmacie puisqu'en avril les secteurs les plus actifs ont été l'énergie, la technologie, les télécoms et bien sûr les financières. Les opérations à souligner sont: le rachat de Centex par Pulte Homes (3 Bn\$) ; le rachat de Ishares Business par CVC Capital (4,3 Bn\$) ; le rachat de Nextrex Subsidiaries par Express Scripts (4,6Bn\$) ; le rachat de Sun Microsystems par Oracle (5,6Bn\$) ; celui de Stiefel Laboratories par Glaxosmithkline (3,3 Bn\$) et celui de Pepsi Bottling Group (9,2 Bn\$) et de Pepsi Americas (3,5 Bn\$) par Pepsico.

Un changement de tendance s'est également dessiné en avril avec une diminution du pourcentage des transactions cash qui passait de 80% à 70% au profit des opérations en échange d'actions (21% vs 15% en mars) et en combinaison cash+actions (8% vs 6% en mars).

Notre poche de fonds Event Equity a affiché des résultats assez hétérogènes. Surpris par l'ampleur du rebond de marché qui a favorisé les valeurs à fort bêta, le plus mauvais performer a souffert d'une exposition légèrement nette short, d'un book long principalement investi sur des valeurs très défensives à faible sensibilité et de ses couvertures de portefeuille suite au resserrement des spreads de crédits. A l'opposé, le meilleur performer a su capturer le retournement de marché grâce à un profil plus opportuniste en faisant du trading tactique.

Stratégies Long Short sur Actions

De par leur biais général long de valeurs défensives et short de valeurs cycliques, nos gérants européens ont souffert en avril. Les performances mensuelles varient de -11% à +3.8% avec une performance moyenne à -2.9% ! Le plus mauvais performer, qui est cependant notre plus petite position, fait parti des gérants les plus défensifs : il est notamment short du secteur des produits de base mais il a aussi été heurté par un évènement contraire sur une small cap anglaise lui coûtant 4% de performance sur le mois. Nous avons pris la décision de nous séparer de ce gérant. Le meilleur performer a un biais long plus important que ses pairs, notamment sur le secteur de la consommation discrétionnaire.

A l'instar du mois de mars, nos gérants américains se sont mieux comportés grâce à leur exposition nette légèrement plus élevée mais surtout grâce à leur portefeuille long beaucoup moins défensif qu'en Europe. La performance moyenne est de +0.4%, et les résultats varient entre -6.5% et +6.4%. Le meilleur performer a un biais long prononcé avec une exposition nette oscillant structurellement entre 70% et 90%. Le plus mauvais performer a un profil de risque assez conservateur et a maintenu une exposition légèrement nette short. Sa vue macro toujours négative l'a rendu trop pessimiste et il n'a accepté ni le changement de momentum dans le marché ni les indicateurs économiques moins mauvais qu'anticipé...

Dans ce contexte toujours chargé d'incertitudes sur la durée et l'ampleur de la crise, et en réaction au violent rebond des marchés, nos gérants ont souvent réduit leurs positions short et ont augmenté leur biais vers des positions plus cycliques. Seuls quelques gérants dits « opportunistes » ont fortement augmenté leurs expositions nettes, la faisant passer de 20% à 40% ces dernières semaines.

Nos fonds émergents ont terminé le mois sur une hausse d'environ +1.15%, performance assez décevante au regard de la hausse spectaculaire des marchés. A l'exception de quelques fonds qui ont su augmenter leur exposition longue de façon tactique, la majorité des gérants restent très prudents tout en reconnaissant la relative bonne santé des économies asiatiques et émergentes comparée à celle des Etats-Unis et de l'Europe. Les autres fonds conservent une approche prudente et n'augmentent le risque de leur portefeuille qu'en face de la baisse de la volatilité. Nous avons ainsi assisté durant le mois d'avril à une progressive augmentation du levier et de l'exposition nette de nos fonds, ceux-ci passant en moyenne d'un biais directionnel de 15% à 25%, le risque étant majoritairement déployé sur la zone Chine / Hong Kong.

Stratégies de Trading de Futures

Les stratégies de trading traversent actuellement une période difficile qui s'est prolongée durant le mois d'avril. Les suiveurs de tendance long terme ont fini le mois sur une perte de -0.37% alors que nos gérants court terme enregistrent une contre performance de -5%. Nous continuons à observer une certaine disparité entre les différents gérants puisque les performances mensuelles varient de -4.41% à +9.33% pour les suiveurs de tendance long terme. Les secteurs des devises et des taux d'intérêts expliquent une majeure partie des pertes de la poche. Les positions longues sur les obligations 10 ans ont été sanctionnées alors que la volatilité des devises continue à être particulièrement difficile à appréhender pour les modèles de trading. L'affaiblissement du dollar face aux devises des pays exportateurs de matières premières s'est prolongé en avril et a pénalisé le positionnement majoritairement long sur le billet vert.

Les pertes subies dans ces deux secteurs ont été contrebalancées par de modestes gains enregistrés sur les actions et les valeurs énergétiques (les positions vendeuses sur le gaz naturel ont continué à être profitables). Les gains enregistrés sur les actions proviennent d'un seul gérant, qui réalise la meilleure performance au sein de la poche. Il a su tirer parti d'une meilleure réactivité de ses modèles puisqu'il est le seul à avoir abordé le mois avec un biais long prononcé sur les indices actions. Ce positionnement explique une majeure partie de sa performance et permet de contrebalancer les pertes subies ailleurs. Il est à signaler que la plupart des gérants ont désormais coupé leurs positions vendeuses sur les actions.

MACRO

Nos gérants Macro discrétionnaires ont dans l'ensemble bien négocié la poursuite du thème pro-cyclique matérialisée par le ralentissement de la dégradation des fondamentaux économiques, l'impact positif des différents plans de relance et le retour de l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués. La stratégie nous offre un rendement flat de +3.70% depuis le début d'année. Les profits proviennent des positions directionnelles sur les taux d'intérêts avec des trades optionnels jouant la réduction du spread Libor-OIS (cf thème joué par les arbitrageurs de taux) et la poursuite de la détente monétaire sur les taux courts des pays émergents (Brésil en tête).

Sur les matières premières, nos gérants spécialistes des « commodities » ont continué à exploiter le rebond à la hausse des cours des métaux et de l'énergie, engendré par la forte demande industrielle chinoise stimulée par un ambitieux plan de relance.

Enfin, des gains se sont matérialisés sur les positions longues, stratégie tactique initiée autour des perspectives de stabilisation de l'économie.

En revanche, le bilan est mitigé 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 en fin de mois du dollar US contre l'euro et les principales devises malgré le retour de l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués.

En terme de perspectives, l'ampleur d'un potentiel rebond économique global et son impact sur les cycles de politiques monétaires des différentes banques centrales demeurent les principaux thèmes macroéconomiques joués par nos gérants macro ce qui nous fait privilégier les stratégies autour des taux d'intérêts et des matières premières.

Olivier Ramé
Directeur de la Gestion