

Au cours du mois de mai, le rebond des actions s'est poursuivi avec des indices S&P 500 et MSCI Europe qui terminent en hausse de 5.3% et 3.5% respectivement et reviennent à l'équilibre sur l'année.

Des résultats des stress tests des banques américaines ressortis meilleurs qu'attendu (quoique imposant à dix d'entre elles une recapitalisation forcée pour un total de US\$ 75 milliards), à la faillite annoncée de General Motors soulignant au passage le rôle croissant de l'administration Obama dans l'économie, en passant par les différents chiffres de consommation ou de production supérieurs aux attentes du consensus; tout a été prétexte pour faire grimper les cours ! Ce regain d'appétit pour le risque s'est traduit par une hausse indiscriminée des actifs risqués et ce quelle que soit la classe d'actifs considérée : secteurs cycliques pour les actions, segments les plus spéculatifs pour les obligations corporate, devises des pays exportateurs de matières premières...

Maintenant que les primes de risque ont été revalorisées, il faudra désormais observer une confirmation de ces attentes dans les résultats des entreprises afin d'espérer voir une poursuite de ce mouvement haussier qui ressemble encore à s'y méprendre à un simple rebond de « Bear Market »...

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

Encore un mois en forte hausse pour la stratégie d'arbitrage de convertibles. L'indice Merrill Lynch US Convertibles, benchmark des obligations convertibles US, termine ainsi le mois en hausse de 5.6% alors que le marché action sous-jacent grimpe de +8.7%. L'impact du resserrement des spreads de crédit a été le premier contributeur à la performance et a devancé l'effet delta. Dans le même temps la baisse de la volatilité implicite et l'augmentation de la décote par rapport au prix modélisé (de 2.03% à 3.52%) ont affecté négativement les rendements. Par ailleurs, les obligations spéculatives et celles émises par les petites entreprises ont surperformé largement sur le mois. Dans la continuité du mois dernier, la classe d'actifs a été également soutenue par le dynamisme du marché primaire ; pas moins de 22 nouvelles émissions ont vu le jour pour un montant total de US\$ 5.9 milliards. Les investisseurs sont restés attentifs aux termes offerts et ont notamment salué les coupons et autres primes de conversion très favorables.

Dans ce contexte, notre poche d'arbitrage d'obligations convertibles génère une performance de 4.85% sur le mois. Notre seul fonds constituant est en léger retrait par rapport à l'indice de comparaison. Toutefois, depuis le début de l'année ce fonds a su générer, mois après mois, une surperformance en ligne avec nos attentes.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

La stratégie d'arbitrage de taux a continué de bénéficier des opportunités offertes par les importantes émissions obligataires des gouvernements américains, européens et japonais ainsi que de la forte pentification des courbes des points morts inflation générée par le fort rebond des matières premières. La poche taux délivre ainsi une performance de +1.59% sur le mois et de +6.51% depuis le début d'année. Nos gérants ont principalement bénéficié :

- sur la zone US, des pentifications de la courbe des Treasuries et, comme les mois précédents, des dislocations de courbes générées quotidiennement par les émissions de Bons du Trésor (ce mois-ci sur les maturités 2 – 3 – 5 – 7 et 10 ans) ;
- sur la zone euro & UK : des dislocations de courbes liées aux importantes adjudications souveraines, des arbitrages de spreads intra-europe sur les dettes des pays périphériques et des opportunités de valeur relative inter-zones (Europe vs UK) créées par le programme de rachat d'actifs de la Banque d'Angleterre dans le cadre de sa politique quantitative de soutien à l'activité.

Les pertes, plutôt modestes sur l'ensemble de la stratégie, sont concentrées sur l'arbitrage de volatilité sur les taux et les devises.

En terme de perspectives, la poursuite des programmes d'émissions couplée aux incertitudes sur une éventuelle reprise économique et l'avenir des politiques quantitatives devraient continuer à favoriser à la fois la volatilité et les dislocations des courbes de taux, d'inflation, de swap et de pricing des futures de taux courts.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Le rallye sur les crédits s'est poursuivi tout au long du mois de mai et les opérateurs semblent avoir adopté un nouveau principe, caractérisant au mieux la situation actuelle : « less bad news is good news ». Aidés par un interventionnisme toujours aussi fort de la part des Etats et une liquidité en nette augmentation, les marchés ont réagi d'autant plus positivement que la réouverture des marchés de capitaux a permis à de nombreuses sociétés de renforcer leurs structures bilancielles. Le marché primaire est ainsi resté largement ouvert pour les entreprises et nous comptons aux Etats-Unis plus de US\$ 130 milliards de nouvelles émissions dont 23 sur le segment High Yield, un record depuis octobre 2007. Dans ces conditions, le rebond s'est accentué sur toute la structure de capital. L'indice Merrill Lynch High Yield Master II finit le mois sur un gain de 7.11%, soit un resserrement des spreads de 175bps à 1170bps.

Nos fonds d'arbitrage de crédit ont réussi à capter largement ce mouvement de hausse et finissent le mois sur une performance moyenne de +5.31% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de +1.78% à 10.77%. Les gains se sont encore une fois concentrés sur le book long avec notamment des succès enregistrés sur quelques positions « Event-Driven » (Gmac, Ford,

ou encore AMD). Les positions d'arbitrage de structure de capital continuent de générer une performance stable et peu volatile tandis que le book short génère des pertes logiques mais contenues.

Selon l'indice Merrill Lynch High Yield Distressed, l'univers des dettes décotées a pour sa part généré une forte performance de +14.4%. L'indice est ainsi repassé sous la barrière fatidique des 2000 points de spread à 1975. Grâce à cet effet marché, le gisement d'obligation distressed (obligation exhibant un spread supérieur à 1000bps) a substantiellement diminué avec un ratio passant de 57.2% à 48.2% de l'univers High Yield, dont environ 5% de noms investment grade. Les secteurs les plus représentés sont la finance, la construction, les medias ainsi que les services discrétionnaires au consommateur. La performance du book investi ressort ainsi à +1.83% avec une performance s'échelonnant de -0.11% à +5.30%. La performance de notre poche distressed est moins contrastée que le mois précédent mais reste en large retrait par rapport aux indices : certains fonds de notre allocation ont abordé le rebond avec beaucoup de circonspection ne croyant pas à un rebond durable des marchés.

Arbitrage d'Actions

Nos gérants Equity Market Neutral ont généré une performance moyenne de +1.5% sur le mois avec toujours de gros écarts de performances au sein de la poche. En effet, notre fonds spécialisé sur les valeurs financières a profité de la hausse de la dispersion sur le secteur bancaire pour générer une performance de +5.94% sur le mois. Ses positions longues sur les grosses banques d'investissement, certaines sociétés de gestion d'actifs et des sociétés de courtage ont été bénéfiques tout comme ses positions longues sur les assureurs immobiliers fortement décotés. Par ailleurs le fonds a aussi joué avec succès l'arbitrage entre les actions ordinaires et préférentielles lors des opérations de recapitalisation des banques américaines soumises au stress test. Comme beaucoup de gérants discrétionnaires, notre gérant européen diversifié sectoriellement joue l'élargissement sectoriel du rallye de marché. Il note en effet que les secteurs défensifs n'ont jusqu'ici pas du tout bénéficié de la baisse de la prime de risque et de la revalorisation des marchés actions et offrent aujourd'hui des niveaux de rendement très attractifs. Il a ainsi privilégié des secteurs comme la santé, les utilities, les télécoms ou l'alimentation tout en maintenant une exposition nette ajustée du beta positive (+16%). Ce fonds gagnait 0,6% sur le mois. Notre gérant ayant un profil de trading basé sur des indicateurs purement techniques a délivré une performance négative de 6 points de base ; il a en réalité sous-estimé l'importance du momentum positif et parié à tort sur des mouvements de retour à la moyenne.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

Malgré une activité assez restreinte en mai, la stratégie d'arbitrage de fusions / acquisitions continuait de dégager de bonnes performances. Nos fonds étaient en moyenne en hausse de 1.6% contre un indice Tremont Risk Arbitrage qui gagnait 1.85% sur le mois. L'activité était assez faible notamment en Europe où seuls 412 deals étaient annoncés sur le mois contre 924 à la même époque l'année dernière. La tendance mensuelle en Amérique du Nord reste stable depuis le début de l'année avec 611 annonces de transactions pour une taille moyenne de US\$ 300 millions. Les niveaux de valorisation des actions demeurent attractifs alors que le niveau de croissance actuelle pousse à la consolidation des secteurs les plus fragmentés ou à l'optimisation bilanciel et opérationnelle des industries les moins rentables ou les plus endettées.

Dans les pays émergents, un certain nombre de sociétés mères tirent parti des faibles multiples pour racheter leurs minoritaires et consolider leurs « free cash flow ». Parmi les plus grosses opérations annoncées en mai on trouve : China Yangtsee Power Co qui rachète à sa société mère le complément China Yangtsee Three Gorges (deal de US\$ 3.37 milliards - mix de cash et stock) afin de développer la génération d'hydroélectricité sur le Yangtsee. MTN Group (Afrique du Sud), le plus gros opérateur de télécoms mobile en Afrique, procède à une simplification de sa structure en rachetant les actions MTN détenues par Alpine Trust (pour US\$ 2.14 milliards – mix de cash et stocks).

L'activité reste assez atone pour nos gérants de situations spéciales qui dégagent néanmoins une performance de +0,86% sur le mois. Notre poche multi-event gagne en revanche 6.2%. Les fonds sous-jacents ont principalement tiré parti de leur positionnement sur le crédit en construisant progressivement et de façon opportuniste un portefeuille de positions sur le distressed et en privilégiant la partie la plus senior de la structure de capital. Les positions thématiques et l'overlay macro ont également été profitables pour certains de nos fonds positionnés sur le thème de la reflation et de la baisse du dollar via des paris sur les matières premières et les métaux précieux. En revanche les positions longues sur les CDS souverains ont été perdantes le mois dernier mais elles constituent une couverture de portefeuille intéressante en cas de renversement de l'actuelle tendance haussière.

Stratégies Long Short sur Actions

Après deux mois difficiles où ils avaient globalement manqué un rebond porté par les valeurs financières et cycliques, la performance de nos fonds Long Short sur actions s'est redressée en mai.

La performance moyenne ressort à +1,4% pour les gérants américains et +0.75% en Europe. Après quasiment trois mois de rebond boursier d'une forte intensité, les gérants restent dans l'ensemble sceptiques sur la poursuite du mouvement haussier d'autant plus que nous approchons de l'été, saison historiquement peu favorable. Les niveaux de valorisation des sociétés ne sont désormais plus bon marché et les effets d'annonce des divers plans de relance gouvernementaux touchent à leur fin. Dans ce contexte, les expositions nettes devraient demeurer à des niveaux modérés, autour de 20% long en bêta.

Les thèmes actuellement joués par les gérants se concentrent sur le long financier (Liberty International, Wells Fargo ou encore Bank of America) et sur des situations spéciales autour des opérations de cessions d'actions entreprises par les sociétés et offrant de larges décotes. Un de nos gérants conserve également un biais short sur le segment de matières premières (secteur en progression de 43% depuis le début d'année !) estimant que les niveaux de valorisation et de marge opérationnelle observés sur la période 2003/2008 ne sont plus tenables dans un contexte de ralentissement économique mondiale.

Nos gérants émergents ont généré une performance moyenne de +5.56% sur le mois, portée par une exposition nette en hausse constante sur les trois derniers mois. Cependant, ces performances peuvent apparaître décevantes au regard des indices de marchés, mais elles s'expliquent en partie par la position défensive adoptée par la plupart de nos fonds qui demeurent sceptiques, à l'instar des gérants européens, quant à la stabilité du rebond.

Stratégies de Trading de Futures

Après deux mois difficiles, nos gérants CTA ont bien rebondi en mai, finissant le mois sur une performance de +3.27%. Le mois a été profitable aussi bien pour les suiveurs de tendance long terme que pour les gérants court terme qui réalisent des performances respectives de +2.32% et +6.51%.

La plupart des secteurs ont contribué positivement à la performance globale de la poche :

- Dans le secteur des devises, particulièrement chaotique depuis le début de l'année, la plupart des gérants ont tiré profit de l'affaiblissement général du dollar. L'augmentation de l'appétit au risque a conduit les investisseurs à délaisser le billet vert au profit de devises à haut rendement, sur lesquelles la majorité de nos gérants détenaient des positions acheteuses (Longs Dollar Australien, Dollar Canadien, et Peso Mexicain par exemple).
- Les actions ont également contribué à la performance puisque, hormis deux gérants (relativement plus long terme), la majeure partie des suiveurs de tendance ont attaqué le mois avec un biais long actions, le budget de risque alloué à ce secteur variant significativement d'un gérant à un autre.
- Sur les taux d'intérêts, les positions longues duration sur les taux courts ont été récompensées et ont contrebalancées les pertes subies par quelques gérants sur la partie longue de la courbe, suite à l'augmentation généralisée des taux longs.
- Les matières premières ont connu une accélération de la tendance haussière au cours du mois. Les performances de nos gérants, dans ce secteur, sont contrastées. Certains d'entre eux, plus rapides à capturer ce type de tendance, ont su tirer profit de ce rallye alors que d'autres ont enregistré des pertes plus ou moins importantes en raison principalement de leurs positions vendeuses sur le gaz naturel, le pétrole et dans une moindre mesure, les matières premières agricoles.

Malgré l'embellie que connaît la stratégie, l'environnement reste difficile pour les modèles systématiques. Nous notons une augmentation de la dispersion au sein de notre univers d'investissement qui s'explique par des différences notables dans la réactivité des signaux. Dans ce contexte, nous privilégions les gérants ayant des fréquences de trading élevées et des horizons de placement orientés vers le court terme.

MACRO

Nos fonds Macro discrétionnaires ont particulièrement bien profité, avec une performance de +5.14%, de l'impact positif des différents plans de relance monétaires et fiscaux des pays du G10 et du thème pro-cyclique dans la zone Asie. Les profits se sont concentrés sur des positions de pentification des courbes de taux d'intérêts par la partie longue qui a souffert à la fois du retour de l'intérêt des investisseurs pour les actifs risqués et de l'avalanche d'émissions d'obligations souveraines destinées à financer les importants plans monétaires et fiscaux. Les gains proviennent également de positions longues indices actions, positions tactiques initiées sur les perspectives de stabilisation de l'économie, qui ont profité de la prolongation du rallye action engendrée par des perspectives économiques plus encourageantes aux Etats-Unis et en Asie. Le thème de reprise asiatique a été également largement exploité par nos gérants macro sur les matières premières avec la poursuite de la hausse des cours des métaux et de l'énergie, soutenus par la forte demande industrielle chinoise. En revanche, le bilan demeure mitigé sur les devises dont la volatilité élevée rend difficile l'exploitation de positions fondamentales à l'exception des devises asiatiques qui ont bénéficié elles aussi du rebond de l'activité.

En terme de perspectives, l'ampleur et la résilience du rebond économique de certain pays émergents, en tête desquels figurent le Brésil, la Turquie et la Russie, constituent un nouveau thème macroéconomique pour nos gérants global macro.

Olivier Ramé
Directeur de la Gestion