

Le mois de juin a vu les marchés marquer une pause après le spectaculaire rebond des trois précédents mois. La volatilité implicite sur les options à la monnaie S&P est repassée sous la barre des 30%, soit le niveau pré faillite de Lehman Brothers. L'indice S&P 500 finit à l'égal alors que le MSCI Europe perdait 2.1%. Parmi les grands indices américains et européens, seul le Nasdaq continue sa progression avec un rendement de +2.9% en juin, soit +22% depuis le début d'année. Globalement le second trimestre a été caractérisé par une surperformance des secteurs cycliques et financiers reflétant les anticipations de sortie de crise rapide et la dissipation du spectre de la dépression.

Les marchés de crédit ont, de leur côté, continué leur ascension en juin. D'après l'indice BOA-ML High Yield Master II, les obligations à haut rendement enregistrent ainsi leur quatrième mois consécutif de hausse avec une performance de +3.2%. Ce mouvement traduit un resserrement des spreads de crédit de 155 points de base sur la période à 1055 bp. Tout comme le mois dernier, cette performance est principalement le fait des catégories ou secteurs les plus spéculatifs. Les obligations de meilleures qualités finissent également le mois sur une note très positive avec une performance de +3% soit un resserrement des spreads de 56 points de base à 331bp. Par ailleurs, les marchés primaires sont eux aussi restés très actifs puisque 98 Mds \$ ont été émis sur l'Investment Grade et 17 Mds \$ sur le High Yield.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

Alors que le crédit continue son redressement, la classe d'actifs obligation convertible continue de bien se comporter. Selon Barclays, le marché des obligations convertibles a généré +1.95% en juin dans un marché action seulement légèrement positif mais volatil. Le marché primaire est par ailleurs resté particulièrement actif puisque le mois de juin a vu arriver pas moins de 41 nouvelles émissions pour une valeur faciale de US\$ 12.6 milliards. La volatilité implicite des obligations convertibles est quant à elle restée stable à 33.1% (vs 32.2% en mai) tandis qu'à l'image du VIX, les volatilités réalisées et implicites des actions chutaient fortement et maintenaient un niveau de décote des convertibles autour de 5-6% par rapport au prix théorique.

Dans ce contexte, notre poche d'arbitrage d'obligations convertibles génère une performance de 4.94% sur le mois. L'unique fonds de la poche surperforme largement son indice de comparaison (HFR +1.9%) grâce à la combinaison d'un gamma trading intensif et de la compression de la décote théorique. Ce fonds hybride a également pleinement profité du resserrement des spreads de crédit grâce à la méthode de couverture originale et dynamique de ce risque basée sur les options.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Au mois de juin 2009, le bilan est contrasté pour nos gérants d'arbitrage de taux qui ont à la fois bénéficié des nouvelles opportunités offertes par les importantes émissions obligataires des gouvernements des zones US, Europe et UK mais également souffert du mouvement de consolidation des marchés de taux d'intérêts lié à la publication des chiffres désastreux de l'emploi américain. La poche taux délivre ainsi +0.41% sur le mois soit +7.24%YTD. Nos gérants ont principalement bénéficié des mouvements suivants:

- sur la zone US, de la compression du spread Fed Fund vs Libor (position très volatile sur le mois), des positions de volatilité sur les devises et comme les mois précédents des dislocations de courbes (US roll basis trades – term structure sur la partie courte de la courbe – US Swap spreads) générées pratiquement quotidiennement par les émissions de Treasuries (enchères sur les maturités 2, 3, 5, 7 et 10 ans) ;
- sur les zones euro & UK, des dislocations de courbes liées aux importantes adjudications souveraines, des arbitrages de spreads intra-zone euro sur les dettes des pays périphériques et des arbitrages de spreads inter-zone (Europe versus UK) sur les dislocations de courbes liées au programme de rachat d'actifs de la Banque d'Angleterre dans le cadre de sa politique quantitative de soutien à l'activité.

En revanche les positions longues de pentification de la courbe américaine ont largement souffert de l'aplatissement de la courbe par le long suite à la publication de mauvais chiffres de l'emploi.

En terme de perspectives, la poursuite des émissions souveraines avec en parallèle les incertitudes sur une éventuelle reprise économique et l'avenir des politiques quantitatives devraient continuer à favoriser à la fois la volatilité, les dislocations des courbes de taux, d'inflation, de swap spreads et de pricing des futures de taux courts, sources d'opportunités pour la stratégie.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Dans des conditions porteuses pour les marchés de crédit, nos gérants spécialisés sur la classe d'actifs ont réussi à capter largement ce mouvement de hausse et finissent le mois sur une performance moyenne de +4.29% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de +0.59 à +9.56%. Notre gérant value/fondamental US a généré une performance de +3.33%, principalement grâce à son book long d'obligations High Yield tout en maintenant un book short Investment Grade assez conséquent. Il a récemment pris quelques profits et diminué l'exposition long de 15%. Notre gérant européen produit une performance exceptionnelle de +9.45% grâce à la réalisation de catalyses sur plusieurs de ses plus grosses positions. Notre gérant orienté trading génère pour sa part une performance de +3.80% notamment grâce au marché primaire, à la qualité de son stock picking et à sa gestion du momentum. Enfin notre gérant de relative value continue de générer une performance, certes plus faible (+0.59%) mais complètement décorrélée des marchés de crédit.

La portion distressed du marché gagne 6.2% en juin selon l'indice Merrill Lynch Distressed High Yield et poursuit ainsi son mouvement de contraction initié en mars. En effet, nous notons que si 84% de l'univers High Yield se négociait dans le spectre distressed (spread supérieur à 1000 points de base) à la fin du mois de novembre 2008, la proportion est repassée proche de 40% à

la fin du mois de juin 2009 ! La performance moyenne du book investi ressort à +0.91% avec une performance s'échelonnant de -1.71% à 2.84%. Le meilleur gérant de la poche continue de bénéficier de son biais net long proche de 70% tandis que le moins bon gérant a souffert de ses couvertures et d'une exposition nette proche de la neutralité.

Arbitrage d'Actions

Au mois de juin les performances de nos fonds « Equity Market Neutral » s'étendent sur une bande allant de -1.0% à +1.4% pour une performance moyenne de la poche de +0.27%. En moyenne notre poche réalise une performance de +4% sur le premier semestre, en ligne avec nos attentes.

Seul un de nos fonds continue de réaliser des performances décevantes. Son approche fondamentale et sa construction de portefeuille basée sur l'analyse des cycles économiques sont séduisantes mais ses performances traduisent son mauvais positionnement sectoriel. En effet, bien qu'il n'ait pas participé à la première phase du rallye en mars et avril, le gérant avait correctement anticipé une extension du rallye aux secteurs les plus défensifs qui restaient très dévalorisés. Malgré tout le gérant a souffert d'un léger biais net long sur le secteur des médias et des utilities, secteurs qui malgré des niveaux de rendement attractifs restent boudés par les investisseurs. Par ailleurs sur le secteur de la pharmacie le fonds a perdu de l'argent sur une de ses plus grosses positions et le portefeuille short, concentré sur les secteurs de la construction, de la chimie et des matériaux de base s'est plutôt bien comporté.

Le fonds ayant réalisé la meilleure performance est un fonds qui poursuit une stratégie de trading et pair trading sur des large caps européennes. Malgré une exposition brute encore faible 100-125%, le gérant a su tirer parti de la normalisation du niveau de volatilité et des nouvelles opportunités d'arbitrage offertes suite à la fermeture des comptes propres de bon nombre de banques d'investissement. Par ailleurs le gérant a participé au mouvement de rotation sectorielle en juin en prenant des profits sur les valeurs cycliques en début de mois et en inversant ses paris : prenant des positions short sur les matières premières, les financières ou la technologie, et des positions longues sur le secteur pharmaceutique, les télécoms ou les biens de consommation.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

L'environnement continue de s'améliorer pour la stratégie de merger arbitrage. L'activité reste globalement contenue avec un peu plus de 1700 deals annoncés sur le mois avec une taille moyenne de 119 millions \$. Le manque de visibilité macroéconomique constitue toujours un frein à l'activité mais nous notons une amélioration sur l'activité de financement notamment via une reprise des émissions de dette corporate et une poursuite des émissions de titres. Le marché américain reste le plus actif avec 754 transactions annoncées sur le mois pour une valeur totale de 65 milliards USD. Les secteurs les plus actifs sur ce marché restent les financières, les valeurs pharmaceutiques, la technologie, les matières premières et les utilities. Parmi les annonces importantes nous retenons l'offre du chinois China Petrochemical Corp sur le canadien Addax Petroleum pour 8.8 Mds \$, aux Etats-Unis l'offre de General Dynamics Corp sur Axsys Technologies pour 0.6 Md \$, de WebMD Health Corp sur HLTHCorp pour 1.3 Md \$, de Intel sur Wind River Systems ou encore en Europe de Swiss Prime Site AG sur Jelmol Holding pour 1.1 Md \$ dans le secteur des biens de consommation.

Sur le mois nos gérants d'arbitrage de fusions enregistrent une performance négative de -0.5% mais ils continuent d'augmenter leur niveau d'exposition brute (exposition moyenne à 71%) parallèlement à la reprise du flux de transactions. Ils profitent aussi de niveaux de spreads attractifs et volatils pour générer de la performance. Ce mois-ci certains des gérants ont cependant été affectés par l'échec du rachat de la participation minoritaire de Ciments Français qu'Italcementi ne détenait pas. Ce projet apparaissait être relativement sûr puisqu'il avait été approuvé par l'AMF et que suite à une plainte des petits actionnaires, Italcementi avait même revu son offre à la hausse en octroyant un dividende extraordinaire de 4 € par action. Néanmoins le 19 juin les conseils d'administration des deux sociétés ont du suspendre leur accord, les porteurs américains d'un placement privé jusqu'ici non évoqué par l'acquéreur, ayant bloqué le rachat en demandant une hausse du coupon de leur dette. Le 27 juin Italcementi a décidé de ne pas poursuivre ce rachat ce qui a fait perdre 20% au titre Ciment Français.

Les performances de nos gérants « Event Driven » sont plus hétérogènes allant de -1.3% à +3.6%. Les opportunités les plus attractives dans l'univers et principales contributrices à la performance se situent toujours du côté du crédit corporate et dans des situations spéciales de faillites et réorganisations, de refinancement, de rapprochement stratégique ou encore de résolution des litiges. En juin, nos gérants ont par ailleurs souffert de leur couverture macro sur les CDS souverains dont les spreads se sont resserrés notamment aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne. Leur couverture sur le risque inflationniste matérialisée dans les portefeuilles par des positions de situations spéciales sur certaines valeurs minières a également impacté négativement les performances sur le mois.

Stratégies Long Short sur Actions

En cette fin de 1er semestre, les investisseurs européens et américains sont beaucoup plus confiants sur l'économie et sur la sortie de crise qu'en début d'année. Après le rebond des marchés des derniers mois, les actions n'apparaissent plus à proprement parler « bon marché » (PE forward 12 mois de 12.5x, en ligne avec les moyennes historiques). La publication des résultats du deuxième trimestre devrait constituer un bon test pour mesurer l'ampleur de la reprise. Dans un contexte où les résultats des sociétés s'améliorent du fait entre autre de déstockage massif fin 2008 - début 2009 mais où la consommation des ménages reste incertaine, la majorité de nos gérants privilégie un biais long modéré en moyenne autour de 30% avec une approche de trading opportuniste.

Nos fonds européens ont perdu de l'argent en juin avec une performance moyenne de -1.4% et une fourchette de -4.1% à +2.3%. Le meilleur performer maintient un book diversifié avec près de 300 positions. Ses principaux biais sectoriels actuels sont des positions

longues sur des plus larges capitalisations européennes peu exposées aux cycle économique mondiale : secteurs healthcare, telecoms et consumer staples. Il est short de financières et de titres de consommations discrétionnaires. Son avantage réside dans un bon stock picking mêlé à du trading actif sur les valeurs, stratégie payante dans un contexte de volatilité élevée. La lanterne rouge de la poche est un fonds jouant des thèmes macro via les marchés d'actions : il a notamment joué le thème du retour de l'inflation en se mettant long de titres des secteurs des matières premières et de l'agriculture et a ainsi été fortement heurté par le profit warning de K+S en Allemagne qui entraînait tout le secteur agricole à la baisse.

Nos gérants américains ont continué de mieux se comporter, la performance moyenne étant neutre sur le mois, avec une amplitude de performance entre -6.9% et +4.1%. Le meilleur performer a un biais long prononcé avec une exposition nette autour de 70% sur des valeurs fortement génératrices de cash flow, affichant des bilans sains et des positions dominantes sur leur marché. Ce sont des sociétés dominantes sur essentiellement 3 secteurs : santé, consommation cyclique et financier. Le fonds a ainsi généré près de 4% d'alpha vs l'indice S&P 500. Après un très bon mois de mai à +5.5%, le plus mauvais performer a lui maintenu un biais long autour de 30%-40% mais concentré sur les secteurs de l'énergie et des matières premières qui ont bien souffert en juin (-5% en moyenne) après leur spectaculaire rallye des trois mois précédents. Il maintient ce biais car il craint un retour de l'inflation supérieur aux prévisions du marché ainsi que la poursuite de l'appétit de la Chine pour les matières premières.

Les marchés asiatiques n'ont pas vu de tendances claires se dégager sur la période. Après un début de mois en fanfare, la plupart des marchés ont rendu une grande partie de leurs gains suite à la publication de données macroéconomiques décevantes (production industrielle, exportations et indicateurs de demande intérieure en retrait des attentes). Le rebond de fin de mois a cependant permis aux indices de terminer en territoire positif avec une performance de +1.72% pour le MSCI Asie Pacifique. Le marché chinois a, quant à lui poursuivi son expansion, avec une hausse de +3.56% pour le MSCI China. La production industrielle a continué de progresser en juin, renforçant ainsi les attentes du marché quant à l'accélération de la croissance économique au deuxième trimestre. Nos gérants asiatiques ont délivré des performances allant de -1.51% à +1.38% avec une moyenne de +0.46%, alors que nos deux gérants chinois ont délivré des rendements respectifs de +2.18% et +3.38%.

Stratégies de Trading de Futures

Le mois de juin a été très difficile pour la stratégie de « Trend Following » et nos gérants CTA n'ont pas été épargnés : nos suiveurs de tendance à long terme finissent le mois sur une perte de -2.37%.

Dans un contexte de marché très incertain, les modèles systématiques ont souffert sur quasiment toutes les classes d'actifs, les taux courts, les commodities et les devises représentant néanmoins les principales sources de pertes. Les mauvaises performances des modèles s'expliquent en premier lieu par un retour de l'aversion au risque et un regain de pessimisme qui douchait froidement les anticipations précédentes du marché sur le potentiel de reprise économique. De plus, les règles de contrôle de risque des modèles (« stop loss » et ajustement des positions en fonction de la volatilité) ont été pénalisantes dans la mesure où de nombreuses positions ont été coupées intra-mois alors que, le plus souvent, les sous-jacents ont recouvré leur niveau initial en fin de période.

Le secteur des devises a connu également une volatilité importante. Après un affaiblissement en début de mois, le billet vert a repris de la vigueur en même temps que l'aversion au risque augmentait et les positions vendeuses initiées par la plupart des modèles ont été sanctionnées. Au sein des commodities, nous notons une certaine disparité dans la performance des différents marchés, le comportement de chaque secteur étant dicté par ses propres fondamentaux. Les positions acheteuses sur les métaux précieux ainsi que les positions vendeuses sur les métaux de base constituent les principales sources de pertes.

Dans ce type d'environnement, le timing des positions est crucial et conditionne l'apport du risk management à la génération des signaux (prise de profit opportune dans le cas où la position est initiée au bon moment ou stop loss coûteux dans le cas où les modèles se positionnent dans le mauvais sens sur une tendance de courte durée). De fait, nous continuons de privilégier les modèles relativement court terme.

MACRO

Nos gérants Global Macro discrétionnaires ont souffert de la dégradation des chiffres du marché du travail des pays du G10, particulièrement aiguë aux Etats-Unis avec plus de 400.000 emplois détruits sur le mois de juin. Ces mauvais indicateurs ont ravivé les inquiétudes sur le potentiel de reprise économique malgré les importants programmes étatiques de soutien à l'économie et les perspectives d'un éventuel second stimulus fiscal. Les pertes sont concentrées sur les matières premières, en particulier le pétrole et ses dérivés ainsi que sur les produits agricoles qui ont largement souffert du retournement à la baisse de la confiance des investisseurs. La forte volatilité des devises avec le rebond du billet vert et l'intervention de la Banque nationale suisse à la baisse du Franc Suisse ont créé des pertes sur des stratégies normalement corrélées positivement à l'aversion aux risques. Ces pertes annulent les gains enregistrés sur des positions opportunistes sur les futures de taux d'intérêts courts. Enfin les indices actions ont également contribué de manière négative au P&L dans le climat de retour de l'aversion pour le risque.

En terme de perspective s, l'extension des programmes de dépenses budgétaires de soutien et de relance de l'économie, l'impact du G20 et la résilience économique de certains pays émergents constituent les principaux thèmes macroéconomiques de nos gérants global macro. La performance sur le mois de notre portefeuille Global Macro s'élève à -0.14% et ramène la performance depuis le début d'année à +8.30%

Olivier Ramé
Directeur de la Gestion