

Le mouvement de hausse initié début mars a repris en juillet après la pause du mois précédent. Tous les grands indices boursiers ont connu des gains importants, le S&P 500 et l'Eurostoxx 50 terminant sur des hausses respectives de +7.41% et +9.84% alors que les marchés émergents et asiatiques progressaient eux d'environ +10%. Encore une fois ce mouvement s'est fait avec une surperformance de tous les secteurs dits «cycliques» (matériaux de base, consommation et technologie), mais avec une participation tout de même positive des secteurs défensifs, ce qui n'était pas le cas au cours des mois d'avril et de mai.

Le marché a été soutenu par les annonces de résultats des entreprises bien meilleurs que ce qu'attendaient les analystes pour le 2^{ème} trimestre. Il faut toutefois se méfier de ces résultats, les bonnes surprises concernant le plus souvent les marges, les sociétés ayant opéré des programmes de réduction de coûts très agressifs. A l'inverse, les niveaux de ventes et de commandes apparaissent souvent décevants, conduisant souvent les managements à rester prudents quant à leurs prévisions.

Si les restructurations permettent de protéger la profitabilité à court terme, la question du caractère pérenne des marges sur la seconde partie de l'année, en l'absence d'un réel redémarrage économique, reste entière.

Le marché du crédit a lui continué son mouvement de resserrement sur le même rythme que celui affiché au cours des mois précédents. Les obligations à hauts rendements ont ainsi vu leurs spreads passer à 922 bps, soit 134 bps de moins qu'en début de mois alors que celles de meilleure qualité passaient elles de 332 bps à 273 bps. Le marché High Yield gagne ainsi 6.2% en juillet (indice ML-BOA), soit le septième mois de hausse consécutif portant la performance annuelle à 37.4%. Le marché du crédit est maintenant globalement revenu au niveau qui était le sien avant la chute de Lehman Brothers, ce qui illustre la violence du rebond que connaît ce marché depuis maintenant 5 mois.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

Les obligations convertibles continuent de rebondir fortement en juillet portées par la hausse des marchés actions et le resserrement des spreads de crédit. La classe d'actifs crée en effet une performance de +7.2% sur le mois (Indice BOA-ML), soit +29.7% sur 2009. A noter que depuis le début de l'année, juillet est le premier mois où les obligations convertibles font moins bien que les marchés actions même si elles les dépassent fortement en base annuelle.

Cette performance a été enregistrée indistinctement sur tous les types de capitalisation (Small +7.59%, Mid +7.65%, Large +6.74%) et toutes les catégories de crédit (HY +7.9%, IG +6.1%). Toutefois, et depuis le début de l'année, les obligations convertibles spéculatives surperforment largement sous l'effet de la contraction des spreads de crédit. En terme sectoriel, tous les secteurs sont dans le vert, dominés par la consommation discrétionnaire (13.9% effet notable de l'automobile), le transport (+11.4%), les matériaux (+9.8%) et la technologie (+9.6%). De même, les obligations convertibles ont bénéficié d'une compression de la cote par rapport au prix théorique passant de 3.38% à 2.54%. Malgré une diminution nette de la taille du gisement avec l'arrivée à maturité de 6.3 Mds \$ d'obligations convertibles, le marché primaire est resté très actif. 5 nouvelles souches ont ainsi été émises pour un total de 2.8 Mds \$, la nouvelle Intel représentant à elle seule 2 Mds \$. Les nouvelles émissions continuent d'être offertes avec une cote substantielle (4.2%) par rapport au marché secondaire contribuant à entretenir l'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs. La volatilité (VIX) est pour sa part restée stable sur le mois à 26% tandis que le différentiel entre volatilité implicite d'une part et volatilité comparable listée d'autre part reste très important.

Dans ces conditions, la stratégie d'arbitrage, crée une performance très satisfaisante. La performance a été obtenue principalement par la compression de spreads de crédit, le renchérissement sur le marché secondaire et le gamma trading. Les gérants continuent d'exhiber un profil de risque moindre que durant le cycle passé avec un levier oscillant entre 1.5x et 2.5x. Notre seul fonds d'arbitrage d'obligations convertibles crée pour sa part une performance de 5.8% sur le mois avec un levier de 2.25x.

Nous sommes cependant désormais circonspect sur la stratégie et ne voyons plus beaucoup de potentiel à la hausse tant la compression des spreads et de la cote ont été violentes.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Au mois de juillet 2009, la stratégie d'arbitrage de taux a continué à bénéficier des opportunités offertes par les importantes émissions obligataires des gouvernements des zones US, Europe et UK et par certains points de la courbe des points morts d'inflation. La poche taux crée ainsi +0.98% estimé sur le mois soit +8.39% YTD.

Nos gérants FI arb ont principalement bénéficié des mouvements suivants :

- Sur la zone US : des trades Relative Value sur la courbe américaine («belly versus wings» : 5-7 ans contre le 2-10) et comme les mois précédents des dislocations de courbes (US roll basis trades - term structure sur la partie courte - US Swap spreads) créés pratiquement quotidiennement par les importantes émissions de Treasuries (Adjudications US 2 - 3 - 5 - 7 - 10 et 30 ans);
- Sur la zone euro & UK : du resserrement des UK asset swaps spreads, de la normalisation des taux courts européens et US (Eonia vs Eurodollar et Fed Funds), des dislocations de courbes liées aux importantes adjudications souveraines, des arbitrages de spreads intra-Europe sur les dettes des pays périphériques et des arbitrages de spreads inter-zones Europe contre 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.

Les pertes plutôt modestes de la stratégie sont concentrées de nouveau sur les devises (USD/JPY). Les perspectives de la stratégie devraient rester attrayantes dans les mois qui viennent principalement en raison :

- des importantes émissions souveraines à venir (dont 75 Mds \$ de US Treasuries 3, 10 et 30 ans sur la semaine du 10/08/09) ;
- des incertitudes sur l'appétit des investisseurs étrangers pour les papiers d'État US (Chine) après le succès de l'émission de 7 ans ;
- des risques macroéconomiques et de l'avenir incertain des politiques quantitatives ;

Nos gérants de taux continuent de privilégier les instruments les plus liquides dans leurs stratégies d'arbitrages de taux classiques.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Les marchés de crédit ont continué leur hausse en juillet dans un contexte toujours porteur. Ce mouvement s'est encore une fois traduit par des hausses généralisées et indifférenciées sur toutes les zones du crédit : dettes bancaires, investment grade, high yield et distressed. Les investisseurs se sont en effet concentrés sur la recherche de rendement, les achats sur les noms de moins bonne qualité et les titres à faible prix ainsi que les crédits et les secteurs à fort beta. Les obligations CCC (+10.8% mtd, +56.5% ytd) ont à nouveau surperformé tandis que les ratings BBB, BB et B géraient une performance uniforme comprise entre 4.5% et 5%. Tous les secteurs sont en hausse, en particulier la technologie, les matières premières et les financiers. De même les obligations investment grade gagnent +3.9% sur le mois tandis que la dette bancaire d'après l'indice S&P/LCD Leveraged loan cash index gagne pour sa part 4.7%, soit une hausse de +38.4% depuis le début de l'année. Les spreads de crédit sont désormais revenus sur les niveaux atteints lors de la faillite de Lehman Brothers avec dans certains cas une certaine exubérance, à chercher notamment du côté des deals LBO de 2006 qui se négocient à un prix proche du pair après avoir oscillé entre 20% et 50% du pair en fin d'année dernière.

Dans ces conditions, nos fonds d'arbitrage de crédit ont réussi à capter le mouvement de hausse tout en maintenant un book globalement neutre aux spreads de crédit. La poche finit le mois sur une performance moyenne de +1.89% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de -0.20% à 4.18%. La sous-performance est à mettre au compte de notre gérant d'arbitrage à composante élémentaire qui est malheureusement resté en dehors du mouvement de refinancement et dont certains trades d'arbitrage tardent à se matérialiser. Nos autres gérants continuent d'exhiber un positionnement défensif payant. La performance provient majoritairement du book long grâce à un choix de titres et de secteurs judicieux.

La poche distressed continue également de performer fortement. D'après ML-BOA les obligations distressed HY gèrent un rendement de +8.8% en juillet alors même que le pourcentage de titre HY se négociant à un niveau de spread supérieur à 1000bp s'est considérablement réduit à 33% (vs 84% en novembre dernier). Le nombre de défauts a ralenti en juillet, depuis le début de l'année 52 émetteurs ont fait défaut sur leurs obligations et 56 sociétés sur leurs dettes bancaires portant respectivement les taux de défaut à 8.6% et 10.8% (hors échange). A noter également la révision à la baisse des prévisions de taux de défaut par l'agence de notation Moody's suggérant un pic proche. Moody's justifie cela au regard de la récente vague de restructuration, d'extension de maturité et la réouverture du marché primaire permettant à nombre d'émetteurs de refinancer leurs dettes existantes et éviter ainsi le défaut. Notre poche a sous performé ce rebond mais les chiffres restent honorables avec une moyenne de +1.86%.

Nous conservons une opinion positive sur les gérants de crédit opportunistes tout en limitant au maximum notre exposition directionnelle sur le crédit, la violence du rebond des derniers mois augmentant le risque de « correction » de ces marchés.

Arbitrage d'Actions

Ce mois-ci les fonds equity market neutral ont gagné 0.73% dans un climat toujours aussi porteur mais des volumes assez faibles.

Notre fonds de trading a perdu -1.05%. Contrairement au mois de juin, la persistance et la force du momentum haussier a été difficile à gérer pour le fonds dont la stratégie repose sur l'analyse de niveaux de RSI (stocks sur-achetés ou sur-vendus) pour mettre en place des pairs trades. Le fonds a heureusement stop loss sur plusieurs valeurs en juillet et n'a pas pu profiter d'un effet de rotation sectorielle espéré. Le nombre de valeurs actuellement sur-achetés est très élevé, le gérant a donc augmenté son exposition brute à 120% et maintient une protection optionnelle à faible coût, la volatilité ayant fortement baissé.

Le fonds ayant affiché la meilleure performance en juillet est spécialisé sur les valeurs de la santé et a gagné +2.6% principalement grâce à son portefeuille long, sur un niveau d'exposition brute de 104% et nette de 17%. Les plus grosses positions à l'achat du fonds ont profité de bonnes publications à la fois du fait de fortes réductions de coûts et à une meilleure résistance des ventes de leurs médicaments phares. A cela s'ajoute un environnement toujours riche en terme de nouvelles fusions / acquisitions sur le secteur.

Enfin notre fonds EMN européen a gagné +2.4% grâce à de bonnes performances sur ses plus grosses positions à l'achat. Le gérant est désormais beaucoup plus optimiste et anticipe une fin imminente de la récession aux US mais il rappelle qu'une consolidation pourrait avoir lieu au quatrième trimestre sur la publication de chiffres de chômage ou de confiance des consommateurs décevants. Il en profite donc pour prendre des profits sur la consommation cyclique et se repositionne sur des valeurs de croissance.

Stratégies liées à des Evénements sur les Sociétés

Nos fonds merger ont géré des performances comprises entre +4.3% et +14bps en juillet pour une performance moyenne de +2.35% sur la poche contre une indice HFRX merger arbitrage en hausse de 14bps.

En Europe la taille des deals reste plus faible qu'aux US ou en Asie néanmoins en juillet Partner Re a annoncé son intention de racheter Paris Re et Resolution Ltd's a fait une offre sur Friends Provident (deal de £1.89 Mds) dans le secteur de l'assurance, Centrica a lancé une offre hostile sur Venture Productions (£1.65 Mds) dans les utilities et Software AG a fait une offre de rachat sur IDS Scheer (395 M€). Par ailleurs, il y a eu de nombreuses offres de rachats de minoritaires sur la zone.

Aux US l'activité a ralenti quelque peu suite à la vague de fusions du premier semestre sur le secteur bancaire. Le secteur de la pharmacie restait actif avec l'offre de Bristol Myers sur Medarex (1.75 Mds \$) ou de Hisamitsu Pharma (Japon) sur Noven Pharma (318 M\$), même constat sur l'industrie technologique où l'on a vu IBM faire une offre sur SPSS (766 M\$), Agilent sur Varian (1.38 Mds \$) et Sprint sur Virgin Mobile pour les télécoms.

Sur le mois nos gérants ont entre autre gagné de l'argent sur le deal Wyeth / Pfizer. Bien que Pfizer ait dû recevoir l'aval des autorités européennes ainsi que l'aval des actionnaires de Wyeth, le deal offre un spread annualisé de 30% pour une clôture anticipée au 4^e trimestre 2009. Les acheteurs marginaux sur ces titres ne sont clairement pas les arbitrageurs mais plutôt des gestions directionnelles. Même constat sur le deal Schering Plough / Merck dont le spread annualisé est de 20% et qui devrait également clôturer au 4^e trimestre 2009. En juillet, Merck a cédé sa participation dans Merial (santé animale) à Sanofi pour 4 Mds \$ afin d'obtenir l'aval des autorités de la concurrence mais le marché semble anticiper une contre offre de J&J (le partenaire de Schering Plough pour la distribution de Remicade).

Les performances de nos fonds event equity et multi event sont plus contrastées allant de -5.13% pour un fonds en restructuration à +4.24% pour notre meilleur fonds multi-event contre un indice HFRX Event Driven en hausse de +89bp sur le mois. Nos fonds continuent d'enregistrer de bonnes performances notamment sur des positions de specials situations sur le crédit. Notre meilleur fonds a une exposition nette long de 64% sur le crédit (hors hedge via CDS) et a engrangé d'importants gains sur des positions dans le secteur des matières premières et de l'énergie.

Stratégies Long Short sur Actions

Sur le mois nos gérants européens ont réalisé une performance moyenne de +0.35% sur une fourchette assez large qui va de -5.02% à +3.16%. Le meilleur fonds maintient un niveau d'exposition élevé de +70% (+50% ajusté du beta) qui reflète la confiance du gérant sur la reprise du cycle. Au cours du mois le gérant a renforcé son exposition aux matières premières via des prises de profits sur d'autres valeurs cycliques ayant surperformé et en augmentant aussi certains paris plus défensifs pour jouer l'extension du rally aux valeurs de plus faible beta. Sur son book short le gérant a matérialisé ses profits sur ses positions dans la technologie et les utilities. Le gérant conserve un biais important sur les valeurs financières mais privilégie davantage les banques de détail aux banques d'affaires. Le fonds en queue de peloton continue de souffrir de son biais défensif et deep value, le gérant ayant trop tardivement commencé à réduire son positionnement sur les télécoms, les médias et sur la consommation de base pour investir dans les valeurs financières et cycliques.

Nos gérants américains, bien plus exposés au marché que nos gérants en Europe ont réalisé une performance moyenne de +1.37% en juillet. Les rendements de la poche sont plus homogènes. Le fonds ayant réalisé la plus grosse performance est en hausse de +3.73% bénéficiant d'une exposition nette longue proche de 70% et d'une exposition brute de 150%. Le moins bon gérant affiche un retrait de -1.3%, ce fonds maintient un biais long proche de 30-40% sur des biais sectoriels très peu marqués et plutôt défensifs hormis un pari de 30% sur les ressources de base.

Nos gérants asiatiques ont réalisé des performances allant de +2.59% pour le moins bon à +7.40% pour le meilleur contributeur, la performance moyenne de notre portefeuille s'établissant à +4.31% alors que les performances de nos deux gérants chinois ont été un peu décevantes à respectivement +2.89% et -1.20%, ceux-ci restant prudents après la très forte hausse des 5 derniers mois. Enfin, les performances de nos gérants émergents sont satisfaisantes, ceux-ci progressant en moyenne de +4.2% principalement grâce à une exposition nette longue sur la Chine et la Russie.

Stratégies de Trading de Futures

Nos gérants CTA enregistrent une perte de -0.58% sur le mois, les gains des gérants court terme (+1.51%) ne compensant que partiellement les pertes des suiveurs de tendance long terme (-1.24%).

Les secteurs de l'énergie et des taux constituent les principaux destructeurs de performance sur le mois.

Les modèles systématiques ont particulièrement souffert de la volatilité élevée du prix du pétrole, qui, après avoir fortement corrigé durant la première semaine du mois, a enregistré une forte hausse, pour finir le mois en forte baisse. Cette configuration est particulièrement pénalisante, puisque la plupart des modèles étaient positionnés à l'achat en début de mois et que la forte baisse enregistrée durant la première semaine a déclenché l'activation de « stop loss ». Le même constat est observé sur les taux longs avec une configuration en V qui a pénalisé la plupart des suiveurs de tendance long terme.

Les pertes subies dans ces deux secteurs ont été partiellement compensées par les contributions positives des positions acheteuses sur les actions ainsi que des positions vendeuses sur le dollar américain, particulièrement face aux devises des pays exportateurs de matières premières (principalement les dollars canadien et australien).

Les contributions des autres secteurs sont peu significatives. Celles des métaux et des matières premières agricoles sont également positives, certains gérants ayant tiré profit du rally des métaux de base (particulièrement le cuivre) et du sucre.

Nous continuons actuellement à favoriser les modèles relativement court terme au détriment des modèles long terme, peu à leur aise dans le type d'environnement actuel.

Global Macro

Après la crise de confiance déclenchée en juin par la publication de chiffres dégradés sur l'emploi aux Etats-Unis, nos gérants Global Macro discrétionnaires ont bénéficié, avec une performance de +2.27% (+10.73% YTD) du retournement de tendance de tous les principaux marchés en milieu de mois.

Ce retour de l'appétit au risque est lié au renouvellement des engagements par les principales banques centrales de conserver des taux directeurs peu élevés et aux annonces par les entreprises de résultats supérieurs aux anticipations. Les profits sont concentrés sur les taux courts (trade de statu quo des taux directeurs US), les taux longs (avalanche de émissions d'obligations souveraines) et sur les indices actions.

En revanche le bilan est plus mitigé sur les devises (la volatilité et l'absence de tendance généralisant les positions directionnelles) et l'énergie (en particulier le pétrole et ses dérivés dont les volumes de stock et de production rendent compliqué le positionnement directionnel malgré l'approche de la saison hivernale).

Nos gérants macro conservent un biais haussier tactique sur les indices actions compte tenu des perspectives économiques plus encourageantes aux Etats-Unis et en Asie et à long terme sur les matières premières. Cependant ils ont réduit significativement leurs expositions sur l'énergie à court terme étant donné l'importance des stocks actuels, une demande plus faible qu'anticipée et des nouvelles capacités de production en particulier sur le pétrole (Russie).

Olivier Rarré-François Rimeu