

Après les inquiétudes formulées en juin par le marché sur un possible changement de politique monétaire aux US, les marchés actions ont repris leur ascension à partir de mi-juillet. En août, les indices S&P 500 et MSCI Europe ont ainsi progressé de 3.4% et 5.6% affichant des gains YTD de 13% et 15% respectivement. Le rallye entamé début mars est le plus violent enregistré pour l'indice S&P depuis 1933, à +50% ! Les marchés de crédit finissent également sur une note positive, bien qu'en ralentissement par rapport aux mois précédents.

Les économistes, Fonds Monétaire International en tête, ont par ailleurs rehaussé leurs prévisions de croissance pour les douze prochains mois et l'agence de notation Moody's a revu ses prévisions de taux de défaut à la baisse. Si dans bien des cas nous sommes revenus sur des niveaux comparables à ceux enregistrés avant la faillite de Lehman Brothers, la très bonne performance des classes d'actifs risqués appelle toutefois à plus de prudence. Il est encore trop tôt pour confirmer que les signes d'amélioration actuels se transforment bien en reprise économique durable.

D'une manière générale, les performances générées par nos gérants alternatifs montrent peu de sensibilité aux actions et au crédit et les niveaux de levier employés restent historiquement faibles.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Au mois d'août 2009, la stratégie d'arbitrage de taux a continué de bénéficier des opportunités offertes par les importantes émissions obligataires du Trésor américain et de ses équivalents européens. La poche délivre ainsi +0.25% sur le mois soit +8.64% YTD. Nos gérants ont principalement bénéficié :

- des stratégies de Relative Value sur la courbe américaine,
- comme les mois précédents des dislocations de courbes générées par les importantes émissions de Treasuries (enchères sur les maturités 2, 3, 5, 7, 10 et 30 ans au cours du mois),
- de la normalisation des taux courts européens (Eonia vs Eurodollar et Fed Funds),
- des dislocations de courbes liées aux importantes adjudications souveraines en Europe,
- des arbitrages de spreads intra-Europe sur les dettes des pays périphériques,
- et enfin des arbitrages de spreads inter-zones en Europe.

Les pertes plutôt modestes de la stratégie sont concentrées sur la courbe UK avec la décision surprise de la Banque d'Angleterre d'étendre de £50 milliards sa politique quantitative de soutien à l'activité, et principalement via des rachats de Gilt qui commencent à fortement pénaliser la liquidité sur certaines souches.

En terme de perspectives, les importantes émissions souveraines à venir (dont 70 milliards \$ de US Treasuries 3, 10 et 30 ans sur la semaine du 07/09/09), les risques macroéconomiques et l'avenir des politiques quantitatives, devraient continuer à favoriser à la fois la volatilité, les dislocations des courbes de taux et d'inflation, ainsi que le pricing des futures de taux courts. A noter que nos gérants de taux continuent de privilégier les instruments les plus liquides.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Le crédit a profité de la relative accalmie estivale, des chiffres économiques meilleurs qu'attendu des deux côtés de l'Atlantique ainsi que des flux entrants positifs sur la classe d'actifs. Selon BOA-Merrill Lynch, les obligations Investment Grade progressent de 2.2% portant la performance à +16% depuis le début de l'année. Les obligations High Yield génèrent pour leur part une performance de 2% en août et +40.2% YTD, soit le sixième mois consécutif de hausse. Après 6 mois de resserrement ininterrompu, les spreads ont évolué en dents de scie et cela fait maintenant plusieurs semaines que les spreads varient assez peu. A noter également la performance négative de -2.38% de l'indice synthétique CDX HY ; le retard entre cash et dérivés s'expliquant par la compression des bases négatives.

Dans ces conditions, nos fonds d'arbitrage de crédit font mieux que les indices de crédit avec une performance moyenne estimée de +2.93% sur le mois ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de 1.21% à +5.98%. Notre gérant européen continue de générer une forte performance grâce notamment à la réalisation de catalyseurs sur certaines positions événementielles. Le gérant a fortement réduit le risque du portefeuille sur le mois écoulé et se positionne désormais sur des positions d'arbitrage de structure de capital où il voit un bon potentiel de rendement. Notre gérant spécialisé sur le High Yield aux Etats-Unis est également en phase de prise de profit et de réduction des risques, nombreuses de ses positions ayant atteintes leurs objectifs de prix.

Sur le segment des sociétés en difficultés, le rythme des défauts s'est considérablement ralenti en août avec seulement sept sociétés en dépôt de bilan contre une moyenne mensuelle de 15 entre janvier et avril 2009. Le ratio de Distressed Debt (part du marché High Yield avec un spread supérieur à 1000 bp) continue de se réduire. Les entreprises profitent de conditions accommodantes pour repousser les échéances proches des maturités et, en cas de défaut, à pouvoir négocier de manière constructive avec les créanciers les restructurations nécessaires du capital. En conséquence, l'indice CSFB Tremont Distressed progresse de 2.20% sur le mois.

Notre poche sous-performe en août avec une performance moyenne de 1.22% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de -0.66% à +2.85%. Le gérant le plus opportuniste de la poche génère une performance de +1.47% ; il profite de la bonne tenue de son portefeuille de base négative (Cash Bond + CDS) ainsi que de la hausse de certaines positions obligataires « stressed » comme Ford. Le gérant a également fortement augmenté l'exposition nette long du portefeuille pendant le mois via la clôture de positions shorts sur les souverains et l'investment grade.

Arbitrage d'Actions

Au mois d'août, nos fonds Equity Market Neutral ont généré une performance moyenne de +1.5% battant l'indice HFRX Equity Market Neutral de 190 points de base. Sur la période, l'une des plus fortes performances, +3.15%, a été générée par un fonds diversifié en Europe. Après un début d'année difficile, le gérant étant initialement sceptique face à une reprise aussi précoce du marché actions, celui-ci a retravaillé le positionnement du portefeuille sur les mois d'avril et de mai. En août le fonds a principalement gagné sur son portefeuille long grâce à un positionnement sectoriel approprié mais a également généré de l'alpha sur son portefeuille short, grâce à des positions dans l'énergie alternative, les transports et la biotechnologie. Après une période de poursuite du rallye sur les valeurs de croissance de plus belle qualité et sur les défensives, dont les niveaux de valorisation sont très attrayants en termes absolus et relatifs, le gérant anticipe une période de consolidation qui serait assez saine compte tenu de la puissance du rallye. Il a donc neutralisé son exposition aux valeurs bancaires et mis en place une protection pour son book long via des shorts sur indice tout en se tenant prêt à opérer une rotation de son portefeuille une fois la correction initiée. Cette vue est partagée par nos autres gérants généralistes qui de ce fait ont profité de la baisse de la volatilité pour mettre en place des stratégies optionnelles de couverture.

Notre gérant spécialisé sur les valeurs financières poursuit sa belle performance avec une hausse de 3.5% en août et de 11.9% depuis le début d'année. Il a profité de l'extension du rallye du secteur bancaire vers les secteurs de l'assurance suite à la publication de bons chiffres sur le crédit à la consommation et sur le marché immobilier qui laissaient par ailleurs espérer un point d'inflexion sur ces deux marchés. Cependant, le gérant redoute un retournement de conjoncture, les mesures de relance (interdiction des saisies immobilières, avantage fiscaux pour les primo accédants, quantitative easing) ayant artificiellement soutenu le consommateur américain. Il est ainsi sélectif sur le secteur bancaire préférant être exposé aux banques de plus grosse taille et peu exposées à l'immobilier commercial et maintient ses positions vendeuses sur les banques de deuxième catégorie.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

Notre stratégie d'arbitrage sur fusions / acquisitions offre un rendement de +1.2% en ligne avec celle de l'indice HFRX Merger Arbitrage sur le mois. Ce bon résultat est à mettre au profit d'une accumulation de bonnes nouvelles sur un nombre significatif de transactions présentes dans les portefeuilles de nos gérants :

- Oracle Corp a obtenu l'aval des autorités de la concurrence américaines pour son offre de \$5.7mds sur Sun Microsystems (les autorités européennes doivent encore donner leur aval).
- PepsiCo Inc a revu son offre à la hausse sur deux de ses filiales et obtenu leur accord, ce qui était attendu par plusieurs de nos gérants.
- Centrica plc, qui a lancé un deal sur Venture Production plc pour £1.15mds en cash et ayant obtenu l'aval des autorités de la concurrence pour racheter les 70% non détenus de Venture Production a lancé une opération assez agressive de rachat de titres directement sur le marché.
- Par ailleurs les spreads sur les deals Wyeth Pfizer Inc. et Jelmoli / Swiss Prime Site se sont resserrés à l'approche de leurs dates de clôture.

Malgré un volume d'annonces toujours limité, notamment en Europe où les conditions de financement sont plus tendues qu'aux Etats-Unis, l'environnement continue d'être assez porteur pour la stratégie. Le rallye de marché a certes fait remonter les niveaux de valorisation d'un très grand nombre de cibles potentielles mais la publication de résultats meilleurs que prévu ainsi que de bons indicateurs avancés, explique le point d'inflexion dans le niveau de confiance des dirigeants d'entreprises. Plusieurs gérants s'attendent donc à une accélération du « deal flow » dans les 12 prochains mois avec notamment un plus grand nombre d'offres hostiles et de contre-offres. Par ailleurs les niveaux de spreads sont toujours très attrayants – autour de 10-15% en moyenne.

Nos fonds de situations spéciales et de multi stratégies événementielles ont généré une performance de 2.3% en surperformance de 100 bp par rapport à l'indice HFRX Event Driven. Nous notons que les fonds allouent une portion croissante des encours aux dettes distressed et au segment les plus spéculatifs du marché de crédit. Pour le moment, l'exposition distressed est encore restreinte mais devrait atteindre 40-50% de leur bilan dans un proche avenir.

Stratégies Long Short sur Actions

En cette rentrée 2009, seule une partie des fonds « Long Short » ont profité du fort rebond des marchés actions. C'est surtout le cas des fonds européens qui ont maintenu un biais défensif trop longtemps et n'ont ajusté leurs expositions nettes à la hausse qu'à partir

de mai/juin. Il est intéressant de noter que certains fonds, notamment aux US, ont profité de la deuxième jambe du rallye en juillet/août pour alléger leurs positions longues. Ces derniers estiment que le marché est sur-acheté et que la croissance trop molle de l'économie et le risque pesant sur le consommateur justifient des prises de bénéfices. Nous constatons donc deux phénomènes opposés : une baisse de l'exposition au marché des gérants américains et une hausse en Europe, les chiffres étant en absolu plutôt faibles avec des expositions nettes moyennes de l'ordre de 25%.

Nos gérants européens captent donc désormais mieux la hausse des marchés sous-jacents grâce à l'augmentation de leur exposition nette longue et à une bonne génération d'alpha aussi bien sur les portefeuilles longs que shorts. La performance moyenne du portefeuille européen est de +2.8% avec une fourchette de +0.6% à +5.4%. Le meilleur gérant sur le mois a généré beaucoup d'alpha en profitant du rattrapage de valeurs dites « late cyclical » comme Lufthansa, de la hausse de sociétés défensives mais en croissance comme par exemple National Grid dans le secteur des Utilities.

Nos fonds américains ont, comme expliqué plus haut, profité plus modestement de la hausse des marchés. Avec une performance moyenne de +1% et une fourchette allant de -1.2% à +1.75% le résultat est quelque peu décevant. La meilleure performance revient au gérant qui a maintenu le plus d'agressivité avec un biais long de l'ordre de 70% même s'il a profité de la hausse de financières comme Bank of America pour prendre ses profits. Ses deux principaux biais demeurent sur les secteurs des ressources naturelles et de la santé. Le fonds le plus décevant ce mois-ci conserve un biais défensif considérant que la reprise économique ne peut perdurer sans l'aide du consommateur américain. De plus, il assure que certains secteurs comme les banques de petites et moyennes capitalisations avec des portefeuilles encore importants de prêts immobiliers et à la consommation sont loin d'être sorties d'affaire.

Stratégies de Trading de Futures

Le mois d'août a été profitable pour nos gérants CTA qui enregistrent une performance de +1.89%. Les gérants court terme continuent de profiter d'un environnement volatil et finissent le mois en hausse de +1.76% alors que les suiveurs de tendance long terme ont, quant à eux, profité de la diminution de l'aversion au risque et enregistrent une performance de +1.89%.

La prolongation des tendances haussières sur les marchés d'actions et de matières premières est de mieux en mieux captée par les modèles qui ne sont plus pénalisés par le souvenir des retournements de tendance du début d'année.

Les secteurs des devises et des taux d'intérêts ont été difficiles à appréhender pour les modèles systématiques à cause d'une volatilité élevée et de l'absence de tendances claires. Les positions longues duration sur les taux longs américains ont été chaotiques à cause de la hausse des rendements survenus en début de mois qui a forcé certains systèmes de contrôles des risques à couper les positions. De même, le secteur des devises a montré beaucoup d'oscillations avec quelques renversements de tendance défavorables, notamment sur le dollar canadien.

L'amélioration des performances de la stratégie se confirme en septembre et nous maintenons une allocation structurelle à cette stratégie qui se montre réellement décorrélée de l'évolution des marchés financiers.

Global Macro

Malgré une performance étale sur le mois, le rendement de la poche depuis le début d'année est très satisfaisant à +11.77%. Nos gérants macro ont globalement bénéficié des signes de reprise économique aux Etats-Unis et en Europe engendrés par les stimuli fiscaux, les effets de déstockage/restockage mais aussi par le ton très prudent du dernier comité FOMC de politique monétaire de la Réserve fédérale, repris à leurs comptes par leurs alter ego européens, qui indiquait une longue période à venir de statu quo autour des taux zéros.

Les profits restent concentrés sur les mêmes classes d'actifs que ces derniers mois : à savoir les marchés de taux d'intérêts avec l'impact sur le marché des politiques d'aide non-conventionnelle et les matières premières avec des positions à l'achat sur les métaux de base. En revanche le bilan reste mitigé sur le secteur des devises - la volatilité et l'absence de tendance pénalisant les positions directionnelles - et sur l'énergie et en particulier le pétrole dont les volumes de stocks et de production rendent compliqué le positionnement directionnel malgré l'approche de la saison hivernale. Nos gérants macro conservent toujours un biais haussier sur les actifs risqués compte tenu des perspectives économiques plus encourageantes aux Etats-Unis, en Europe et plus particulièrement en Asie (Chine) et de leurs impacts sur les matières premières.

Olivier Ramé