

Le mois de septembre 2009 aura été autrement plus calme que l'année passée. Les tendances en place depuis le mois de mars semblent vouloir se prolonger même si quelques nouvelles macroéconomiques décevantes sont venues légèrement atténuer le sentiment « bullish » des investisseurs l'espace d'une semaine. Cela n'a pas empêché les marchés actions et de crédits de continuer leurs mouvements de hausse, les indices High Yield progressant d'environ +5% (Barcap HY + 5.69%) sur le mois et les indices actions de +3 à +4% pour les marchés développés. Dans le même temps la volatilité implicite des options S&P continuait son mouvement de baisse pour atteindre 25.46 en fin de mois (et 21 mi-octobre) traduisant ainsi une hausse certaine de la confiance des investisseurs.

Les valorisations atteintes, autant sur les marchés actions que de crédits, nous semblent en revanche déjà bien prendre en compte la reprise économique de 2010 ainsi que les très bons résultats des entreprises au 2^{ème} trimestre. Ce constat nous pousse à conserver des portefeuilles assez peu directionnels, hormis les stratégies Long & Short, et toujours très liquides.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Le mois de septembre a encore été un bon mois pour la stratégie d'arbitrage de taux avec toujours comme principale vecteur de performance les dislocations créées par les importantes émissions obligataires des gouvernements US, Europe et UK. Les gérants ont ainsi pu continuer à générer de l'alpha en arbitrant la base (cash vs futures) ou encore en se positionnant à la baisse sur la volatilité, plus importante sur les taux courts que sur les taux longs.

Le portefeuille a ainsi généré +0.6% sur le mois pour une hausse de +9.6% depuis le début de l'année, avec des performances très homogènes puisque tous les fonds sont en territoire positif ce mois-ci et tous sont en hausse d'au moins +7% cette année.

De manière générale, la plupart des marchés obligataires ont continué leur rally au cours du mois de septembre, les marchés anticipant un maintien à moyen terme des politiques accommodantes des Banques centrales, ce dont les gérants ont réussi à profiter. Ils ont aussi profité du resserrement des asset swap spreads, surtout aux US et aux UK, et de mouvements toujours très volatils des courbes d'inflation, même si ces derniers ont été plus difficiles à gérer en septembre.

Les perspectives restent très intéressantes pour cette stratégie à moyen terme en raison des nombreuses incertitudes macroéconomiques, de la volatilité élevée sur les marchés de taux et des émissions obligataires toujours aussi importantes.

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Le marché des crédits spéculatifs a continué sur la lancée des mois précédents affichant une performance record de +5% sur le mois pour la zone US et de +7.8% pour la zone Europe. Ces performances ont encore une fois été tirées par les papiers de moins bonne qualité puisque les obligations les plus risquées (CCC) progressent de +10% quand celles de « meilleures qualités » (BB) ne gagnent que +4%.

Les spreads de crédits sont ainsi passés de 912 bps à 793bps sur le segment High Yield US au cours du mois de septembre et le mouvement de resserrement européen a été encore plus marqué.

Le marché primaire continue d'être très animé avec un total de 22.2 Mds\$ nouvelles émissions en septembre dont 70% ayant pour vocation le refinancement de la dette existante. Témoin de ce climat relativement propice à la réparation des structures bilancielles « corporate », nous avons assisté à des émissions encore impensable il y a quelques mois, comme un promoteur immobilier émettant une obligation senior non sécurisée ou l'émission d'une note pour financer le paiement de dividendes.

Du côté de l'investment grade, la performance est tout aussi bonne avec un gain de +2% sur le mois, +18.3% depuis le début de l'année et +20.2% sur un an glissant. La recherche de rendements supérieurs aux taux d'Etat, la relative sécurité offerte par ce type d'émetteurs, ainsi que les primes d'émissions continuent d'être les principaux déterminants de ce mouvement.

Dans ce contexte, nos fonds d'arbitrages de crédits continuent de profiter de la tendance positive des marchés de crédits avec une performance moyenne estimée de +3.31% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de +1.17% à +7.55%. Notre gérant européen continue de rebondir fortement, grâce encore une fois aux positions événementielles. Il a continué la réduction du risque de son portefeuille avec une exposition brute en diminution et l'ajout de protection contre un éventuel retournement des marchés actions et de crédit. Il est intéressant de noter que la majorité des gains de l'année a été cristallisée et que malgré cela le gérant reste enthousiaste face aux opportunités offertes par l'arbitrage des structures de capital notamment sur les obligations d'un même émetteur libellées en devises différentes.

Notre gérant d'arbitrage de structure du capital a pour sa part bénéficié de son profil optionnel à l'écartement des spreads, tirant ainsi parti de la volatilité momentanée sur ce segment de marché tout en restant positionné de manière très défensive.

La dette décotée a suivi la même direction que la classe d'actifs cotés avec une performance mensuelle de +12.2% pour la dette distressed traduisant un resserrement de 98bp à 1678bp. Le rythme de défaut continu de se ralentir avec seulement un défaut enregistré en septembre aux US (Stallion OilField). La baisse du taux de défaut est toutefois en trompe l'œil, notamment sur la dette bancaire, puisque nombre de candidats ont réussi à négocier avec leurs créiteurs la modification des termes de leurs dettes

existantes (covenants) et à en étendre la maturité en échange d'intérêts plus élevés. Dans certains cas, cela ne fera malheureusement que décaler l'échéance.

Notre allocation à la stratégie produit des résultats satisfaisants sur le mois avec une performance moyenne de +3.33% ; la performance des constituants de la poche s'échelonnant de -1.54% à +8.29%. Notre gérant à biais long continue de profiter de l'environnement positif ainsi que de la bonne tenue de ses principales positions. Le moins bon gérant de la poche souffre toujours de son positionnement défensif.

Arbitrage d'Actions

Les investisseurs ont continué à privilégier les valeurs de croissance sur les valeurs value, les petites et moyennes capitalisations vs les plus grosses capitalisations et les secteurs cycliques aux dépens des secteurs défensifs. Les secteurs se plaçant en tête aux Etats-Unis sont les sociétés industrielles, les biens de consommation et les matières premières alors que les valeurs pharmaceutiques et les utilities étaient toujours laissées de côté par le marché.

Cette poursuite du mouvement haussier n'a pas empêché nos fonds Equity Market Neutral de réaliser de très bonnes performances terminant le mois sur une hausse moyenne de +1.15% et surperformant très nettement l'indice HFR Equity Market Neutral en baisse de -1.24%.

Notre fonds spécialisé sur les valeurs financières a affiché une performance de +2.6% en septembre et cela sur des niveaux d'exposition très raisonnables : levier de 0.95x et exposition nette cash de 17%. Le gérant profite encore de son positionnement sur les valeurs de l'assurance vie et non vie dans un contexte de resserrement des spreads de crédits et de hausse du marché actions. Leurs positions longues sur les banques, les brokers européens et les Bourses américaines continuent également de porter leurs fruits.

A noter également les bonnes performances des gérants spécialisés sur le secteur de la pharmacie qui profitent actuellement de la dispersion engendrée par les incertitudes liées à la réforme du secteur aux Etats-Unis et par la poursuite du mouvement de consolidation au sein d'un secteur certes générateur de cash mais dont les perspectives de croissance se retrouvent obstruées par l'arrivée à échéance de nombreux brevets à horizon 2012. La volatilité du secteur ayant augmenté, l'un de nos gérants a choisi de baisser le levier de son fonds à 110% tout en augmentant son exposition nette très légèrement en bêta à 21% en privilégiant les segments des grosses valeurs pharmaceutiques assez dépréciées et des sociétés de biotechnologie qui constituent de bons relais de croissance.

Dans le contexte actuel où le marché semble redonner de l'importance aux fondamentaux des sociétés et dans l'attente d'un mouvement de rotation sectorielle nous restons très confiants sur les perspectives de la stratégie.

Arbitrage d'Obligations Convertibles

La stratégie d'arbitrage de convertibles a continué son fort rebond en septembre ce qui en fait la stratégie alternative la plus performante cette année. Celle-ci a été obtenue une fois encore grâce à un fort resserrement des spreads de crédits et à une hausse importante des actions.

Le marché a par ailleurs bénéficié de la compression de la décote théorique passant, d'après Merrill Lynch, de 2.22% à 1.42% sur le mois. Cela s'explique probablement par l'intérêt continu pour la classe d'actifs dont la taille continue de se réduire malgré un marché primaire assez actif. Celui-ci s'est en effet légèrement réveillé en septembre avec 12 nouvelles émissions (contre seulement 3 en août) pour un montant d'environ 3 Mds\$ portant le total émis depuis le début de l'année à 34.8 Mds\$. Toutefois ce sont plus de 24 Mds\$ qui ont été rachetés directement par les émetteurs en 2009 et si on y ajoute les maturités, les échanges et les exercices de puts, ce sont plus de 54 Mds\$ qui ont disparu de la classe d'actifs.

La baisse de la volatilité a par contre eu un impact légèrement négatif sur la stratégie même si l'impact en terme de performance reste assez négligeable.

Dans ces conditions, notre fonds d'arbitrage d'obligations convertibles génère un rendement positif de +3.33%. Le levier du fonds reste contenu à un niveau proche de 2x, légèrement plus élevé que la moyenne des fonds de la catégorie. Ce fonds a d'ores et déjà récupéré le drawdown de l'an passé, ce qui n'est pas le cas de la majorité des fonds d'arbitrage de convertibles.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

La stratégie de merger arbitrage a réalisé une performance de +0.58% en septembre.

Après deux trimestres plutôt timides en terme de deal flow et caractérisés par des deals de plus petite taille, plusieurs grosses transactions ont été annoncées en septembre parmi lesquelles l'offre de Kraft sur Cadbury pour 18 Mds\$, l'offre amicale de Cisco sur Tandberg en Norvège (3 Mds\$), l'offre amicale mixte de Xerox sur Affiliated Computer Services (5.2 Mds\$) ou encore l'offre de Vivendi sur GVT au Brésil pour 3 Mds\$.

Nos gérants ont aussi bénéficié du resserrement du spread sur le deal Wyeth / Pfizer, les autorités de la concurrence australiennes et le China Ministry of Commerce ayant donné leur accord. Le deal traite actuellement sur un niveau de spread brut de 1.24% pour une date d'achèvement prévu en décembre 2009 ce qui reste attractif compte tenu du faible risque de deal break.

Sur le secteur des boissons, le spread du deal Lion Nathan (brasseur australien) sur Kirin Holdings (agroalimentaire au Japon) s'est également resserré (spread brut 0.35% pour une date d'achèvement fin octobre 2009) suite à l'accord des actionnaires de Lion Nathan pour que Kirin rachète leur participation de 46%.

Enfin dans le secteur de la consommation cyclique en Suisse, Swiss Prime Site a revu son offre sur Jelmoli à la hausse de 12% ce qui a contribué ici aussi à la contraction du spread du deal à 0.64% pour une échéance prévue le 15 octobre 2009.

A contrario les portefeuilles de nos gérants ont été impactés par l'écartement du spread du deal de Oracle sur Sun Micro Systems aux Etats-Unis, la Commission européenne ayant décidé d'ouvrir une enquête supplémentaire sur le deal, retardant ainsi son échéance à début 2010. Certains de nos gérants, convaincus que le deal se fera et à une échéance moins lointaine, ont choisi de saisir cette opportunité pour renforcer leur position.

En Asie nos gérants ont été légèrement impactés par l'écartement du spread du deal du chinois Yangzhou Coal sur Felix Resources une société minière australienne suite aux commentaires assez négatifs des autorités australiennes sur des prises de contrôle de ressources minières nationales par des sociétés chinoises. Malgré une baisse des niveaux moyens de spreads suite aux excès de début d'année ceux-ci restent à des niveaux de 10-15% en valeur annualisée ce qui est toujours attractif compte tenu de la qualité des deals (principalement stratégiques), de la hausse des tailles de ces derniers et du faible niveau des taux.

Stratégies Long Short sur Actions

Les fonds LS Europe ont continué à bien performer en septembre. La performance moyenne est de +2.4%, fourchette : +0.4%/+6.8%. Le meilleur fonds a pleinement profité du rattrapage de valeurs considérées par le marché comme défensives mais avec des taux de croissance non négligeables notamment sur les pays émergents. Il s'agit de titres du secteur Food/Beverage/Tobacco comme Imperial Tobacco, Reckitt Benckiser ou Danone. Il a également profité du rebond des valeurs du secteur de la construction portées par les bons chiffres immobiliers en Europe et aux US. Le moins bon fonds n'a pas perdu d'argent mais conserve un positionnement actuellement trop prudent pour profiter pleinement des opportunités actuelles.

Nos fonds LS US et globaux ont profité plus modestement de la hausse des marchés. Performance moyenne de +1.2%, fourchette de performance : 0%/+2.6%. Notre meilleur fonds a un biais long modéré autour de 30%. Son portefeuille à l'achat a bien performé notamment grâce aux mid caps US du secteur pharmaceutique (son biais historique) ainsi que sur des valeurs du secteur Consumer comme MGM aux US. Le fonds le plus décevant ce mois-ci est légèrement positif mais manque de convictions aussi bien coté long que short pour déployer du capital. Il n'est pas assez confiant sur l'ampleur de la reprise pour augmenter ses positions longues et ne veut pas non plus augmenter son biais short, le momentum de marché demeurant plutôt « bullish ».

Nos fonds émergents ont dans l'ensemble bien marché mais l'un d'eux a subi une contre performance notable avec une baisse de -7%. Ce fonds, qui avait très bien marché en 2008, a adopté au courant du mois de septembre un positionnement totalement contraire au consensus, en accord avec sa perception très baissière du marché. Ses pertes sont partagées entre certaines positions event driven sur les commodities et des positions longues de volatilité, principalement sur le marché coréen, en plus d'un biais short au marché. Nous avons déjà considérablement allégé la position au cours des mois précédents à cause de ce positionnement contracyclique, et nous avons demandé le rachat du reste de la position pour la fin d'année. Le gérant a depuis largement réduit le risque de son portefeuille.

La stratégie génère tout de même près de +2% sur le mois malgré cette contre-performance avec un biais long de l'ordre de +35%, majoritairement sur la Chine et la Corée alors que le risque sur la Russie a été réduit de manière significative.

De manière générale, nos fonds LS n'ont jamais été aussi longs depuis 1 an reflétant l'augmentation des attentes des gérants pour les chiffres du 3^{ème} trimestre. Les niveaux d'exposition nette demeurent malgré tout raisonnables avec une moyenne autour de 30-40%. L'ampleur du rebond de l'économie demeure au cœur des débats et devrait impacter les titres de façon assez diverse étant donné les forts écarts de performance entre les titres/secteurs depuis le début du rebond, les titres défensifs ayant jusqu'à très récemment pris du retard par rapport au marché. L'environnement à venir paraît donc attrayant pour les processus de gestion fondamentaux.

Stratégies de Trading de Futures

En septembre, nos gérants CTA enregistrent une hausse de +2.20% ramenant la performance de la poche en territoire positif sur l'année (+0.16%). Sur le mois, les suiveurs de tendance long terme contribuent significativement à la performance et sur-performent les gérants court terme (+2.73% contre +0.88%). Le différentiel reste néanmoins en faveur de ces derniers sur l'année (+4.19% contre -0.60%).

Les performances mensuelles des gérants s'échelonnent entre -1.76% et +4.83%, la plupart finissant en territoire positif (seulement deux d'entre eux enregistrent des pertes sur le mois).

Le mois de septembre constitue le deuxième mois de hausse consécutif et vient confirmer la bonne tenue de la stratégie en août. La plupart des secteurs contribuent positivement à la performance et le positionnement actuel des modèles s'est révélé payant et parfaitement en phase avec la diminution de l'aversion au risque des investisseurs.

Ce positionnement se traduit principalement par un biais long actions, short dollar américain et globalement long commodities.

Les deux premiers biais constituent les principaux moteurs de performance sur le mois. La plupart des gérants a ainsi tiré profit de la hausse significative des indices actions et de l'affaiblissement du billet vert, particulièrement face aux devises des pays exportateurs de matières premières (les dollars canadien et australien finissent le mois sur des hausses respectives de 2.24% et 2.16%).

La performance des modèles dans le secteur des commodities est plus contrastée ; les positions acheteuses sur les métaux précieux, le cacao ainsi que les positions vendeuses sur le blé ayant été récompensées alors que les métaux de base contribuaient négativement à la performance.

Dans le secteur des taux d'intérêts, la plupart des gérants ont réalisé une performance positive grâce principalement à leur positionnement long duration sur les taux longs américains.

L'amélioration des performances de la stratégie se confirme en septembre. Nous clôturons le trimestre sur une performance de +3.5%. Les modèles systématiques ont montré un certain opportunisme dans la capture de certaines tendances nouvellement formées (rally actions et baisse du dollar) et l'augmentation assez marquée du « margin to equity » confirme bien la détection de signaux plus marqués ainsi qu'une baisse globale de la volatilité.

Global Macro

Bonne performance de nos fonds global macro ce mois ci encore une fois, avec une hausse de +1.37% sur le mois et +13.68% depuis le début de l'année.

La poursuite des tendances mises en place depuis quelques mois a encore offert des opportunités intéressantes à cette stratégie et ce même si septembre a été un peu moins facile à gérer que les 2 mois précédents en raison d'une courte période d'incertitude courant septembre.

Les gains engendrés en septembre proviennent de sources diverses, l'ensemble des classes d'actifs ayant contribué de façon positive à la performance.

Le fonds le plus en vue ce mois-ci est un fonds macro généraliste qui a très bien su tirer parti de la hausse des marchés actions avec un gain de +3.71% sur le mois. Son exposition a été légèrement réduite en fin de mois mais il reste convaincu que le mouvement actuel peut perdurer jusqu'en fin d'année.

Nos 2 fonds spécialisés sur les marchés de taux et de devises ont eux progressé de +1.87% et +1.27%, profitant de la baisse continue du dollar (surtout contre les devises émergentes) et de la baisse des taux en Europe et aux US sur les maturités inférieures 2 ans. Là encore le positionnement reste globalement inchangé même si des prises de profit relativement importantes ont eu lieu en fin de mois.

Enfin, notre investissement spécialisé sur les commodities termine le mois sur une hausse de +0.63%.

Seul un fonds a enregistré une performance négative en raison d'un positionnement contraire au consensus sur le marché des taux longs.

Olivier Ramé – François Rimeu