

Malgré quelques turbulences, le mois de novembre aura été positif pour les actifs à risque. Sur la première moitié du mois, les nouvelles encourageantes sur le front économique et politique (gains de productivité et amélioration des ventes aux détails aux Etats-Unis, annonces du G20 sur les politiques de relance) ont propulsé les marchés actions et de crédit en direction de nouveaux sommets. A contrario, la fin du mois a été marquée par les craintes de faillite de l'état de Dubaï suite à l'annonce de restructuration d'une partie de la dette de la holding quasi étatique Dubai World. Les spreads de crédit se sont alors modestement écartés, tandis que les marchés émergents et les financières finissaient en territoire négatif.

Au final, l'indice S&P 500 affiche une performance de +5,7%, le crédit investment grade ressort à +1,4% et le marché High Yield américain à +1%.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Stratégies de Crédit (incluant les Dettes Distressed)

Les marchés de crédit finissent le mois sur une note légèrement positive mais avec une quasi stagnation des spreads de signature. Les secteurs cycliques à fort beta (matériaux de base ou media) ont de nouveau surperformé les secteurs défensifs (télécom, utilities) tandis que les financières restaient en retrait. En revanche le segment High Yield sous performe les autres classes de crédit pour la première fois depuis novembre 2008.

Par ailleurs, le marché primaire est resté actif avec plus de 80 milliards US\$ d'émissions investment grade et pas moins de 20 milliards US\$ sur le HY, la majeure partie de ces émissions étant dirigée au refinancement de la dette existante.

Dans ce contexte, nos fonds d'arbitrage de crédit produisent une performance légèrement positive estimée à +0,30%. La performance des constituants s'échelonne de -1,21% à +1,25%. Notre fonds « value » sur le crédit américain continue de bénéficier de son positionnement long sur les signatures High Yield. Il a opéré dans les mois précédents une rotation payante vers des rangs de séniorité supérieurs et des secteurs moins cycliques. Le risque à la baisse semble également bien couvert grâce à des positions vendeuses, au travers de CDS, sur des crédits Investment Grade et Crossover exhibant des spreads historiquement faibles. Notre fonds multi-crédit global a souffert de son exposition à la zone Moyen Orient au travers de positions sur Dubai World (Nakheel) et d'autres émetteurs de la zone. L'impact reste toutefois contenu, la perte en mark to market s'élevant à moins de 1% de la NAV et le fonds finissait néanmoins le mois sur une performance positive à +1%.

L'embellie se poursuit sur le segment des dettes distressed. Le rythme de taux de défaut continue de ralentir et se situe désormais autour de 13,5% du gisement et le ratio de dette distressed au sein de l'univers High Yield (obligations qui traitent avec un spread supérieur à 1000pbs) se réduit également vers la barre des 20%. Sur le mois, seules 5 sociétés ont fait défaut aux Etats-Unis, avec pour seul évènement significatif le défaut de CIT Group pour plus de 32 milliards US\$ de dettes. Par ailleurs, S&P vient de publier ses prévisions de taux de défaut pour l'année 2010 et anticipe entre 55 et 75 situations soit un taux de défaut compris entre 8,7% et 11,1%. L'agence reste concernée par la vague d'obligations arrivant à maturité à horizon 3-5 ans sur le segment des « leveraged loans » et s'inquiète de la difficulté des sociétés à pouvoir refinancer ces dettes à l'avenir. Cependant, notre allocation produit une performance satisfaisante de 2,2% en moyenne sur le mois en tirant bénéfice des mouvements d'échange d'obligations, de l'exposition aux financières en défaut (LEH, CIT) et des financières captives (GMAC, Ford Motor Credit) ainsi qu'aux sociétés sortant du Chapitre 11 comme l'équipementier automobile Lear.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

Au mois de novembre, les fonds d'arbitrage de taux ont bénéficié de la baisse de la volatilité réalisée des marchés de taux et de leurs positions longues sur la partie courte des courbes en Europe et aux Etats-Unis. Ils ont également tiré profit de leur positionnement vendeur du US\$ contre dollars canadiens et australiens alors que l'arbitrage long Gilt contre Bund a érodé les gains. Un arbitrage intéressant à noter est celui d'un gérant qui tente de tirer parti des mesures de Quantitative Easing américain en implémentant un « butterfly » - achat de l'obligation 5 ans contre vente des maturités courtes (1 an) et longues (10 ans) – qui doit profiter de l'action de la Réserve Fédérale qui se positionne à l'achat sur les papiers 2012 à 2016.

Nous constatons que les positions ont été fortement réduites en vue de la fin d'année même si les gérants demeurent vendeurs de volatilité sur la partie courte des courbes en G3, position couverte par des paris à l'écartement des swaps spreads. Nous conservons notre allocation à cette stratégie peu directionnelle.

Arbitrage sur Obligations Convertibles

Après un mois d'octobre mitigé, le mois de novembre se révèle largement meilleur pour les obligations convertibles. Poussé par des marchés actions en forte hausse et des marchés de crédit fermes, la classe d'actif génère une performance de 3,71% (source Barclays). La stratégie d'arbitrage finit par sa part le mois sur une note négative (HFRX CB Arb -0,79%) mais reste malgré tout la stratégie alternative la plus performante depuis le début de l'année (+39,4% YTD).

Nous avons pris le parti de rester en dehors de la stratégie considérant qu'elle déviait de son mandat originel d'arbitrage en s'apparentant désormais plus à une stratégie de portage crédit. Nous estimons d'ailleurs que la performance 2009 est issue à plus de 80% de la compression des spreads de crédit, de l'exploitation des décotes sur les nouvelles émissions et du retour de liquidité sur la classe d'actif.

Arbitrage d'Actions

Notre portefeuille de fonds « Equity Market Neutral » réalise une performance moyenne de +0,12% contre un indice Lyxor Equity Market Neutral en baisse de -0,66%. Le spectre des performances mensuelles est assez large puisque le meilleur fonds génère une performance de +3,8% alors que le moins bon est en baisse de 2,3%. Ce dernier est un fonds à biais neutre spécialisé sur les valeurs financières : Malgré des performances décevantes ces deux derniers mois le fonds réalise l'une des plus belles performances en 2009. En début de mois le gérant a principalement souffert de son exposition vendeuse sur des valeurs ayant des opérations de crédit à la consommation sur les secteurs de l'automobile, de l'immobilier ou encore des biens de consommation cycliques sur lesquels le gérant reste très négatif jugeant que l'effet cosmétique lié aux crédits d'impôts et autres mesures incitatives n'aurait qu'un impact à court terme alors que l'on ne voit aucune amélioration sur les chiffres de l'emploi aux Etats-Unis. Le gérant maintient un très léger biais long et une exposition brute modérée (environ 90%) dans une optique pragmatique, anticipant une poursuite du rallye sur la fin d'année.

Notre meilleur fonds est spécialisé sur le secteur de la pharmacie et suit un processus de sélection fondamental et discrétionnaire. En novembre le fonds a bénéficié d'un environnement très porteur sur les différents segments du secteur puisque le S&P 500 Healthcare gagnait 9% sur le mois (l'indice Amex Biotech +9,2%, le DJ Medical Devices 7,7%). Dans ce contexte la performance du fonds a été réalisée sur la patte longue du portefeuille en hausse de 4,3% pour une exposition brute de 74%. Il faut souligner que la gérante a su limiter les pertes sur son portefeuille vendeur qui ne baisse que de 50 points de base pour une exposition brute de -45,6%

Sur les marchés, le momentum sectoriel jusqu'ici dominé par la surperformance des financières, des matières premières et des valeurs cycliques semble s'atténuer en novembre, l'énergie et les financières se plaçant en queue de peloton des performances sectorielles sur le mois. Le fort rebond de marché initié au mois de mars dernier pourrait donc laisser la place à davantage de disparité dans les performances sectorielles et de discrimination en fonction de la qualité des fondamentaux des valeurs sous jacentes ce qui serait plutôt favorable pour nos gérants d'arbitrage d'actions.

Stratégies liées à des Evènements sur les Sociétés

Nos gérants d'arbitrage de fusions / acquisitions ont terminé la période sur une modeste hausse de 0,38% (en ligne avec l'indice HFRX Merger Arbitrage à +0,30%). L'activité continue d'être soutenue aux Etats-Unis où 769 transactions ont été annoncées sur la période parmi lesquelles nous pouvons citer l'offre amicale de Hewlett-Packard sur 3.Com pour 2,7 milliards US\$ et celle de Berkshire Hathaway sur Burlington Northern pour 35,8 milliards US\$. L'activité en Asie reste également soutenue mais les opérations y sont de plus petite taille. C'est d'Europe que la bonne nouvelle arrive avec une activité qui commence enfin à rebondir. 405 opérations ont été annoncées dont plusieurs transactions de taille importante : l'offre officielle de British Airways sur Iberia pour 3 milliards US\$ après plusieurs mois de discussions, le bid d'ENOC sur l'anglais Dragon Oil pour 3,7 milliards US\$, ou enfin l'offre de Canon sur OCE en Hollande pour 1,125 milliards US\$.

L'environnement reste toujours porteur pour la stratégie soutenue par le récent rallye de marché, de bons indicateurs avancés de reprise de l'activité économique de part et d'autre de l'Atlantique et une remontée du taux de confiance des entrepreneurs. Les spreads se maintiennent à des niveaux très attractifs : 8-10% pour les opérations les plus surs et 15-20% pour les transactions plus risquées.

Stratégies Long Short sur Actions

Le portefeuille européen a relativement bien résisté avec une performance moyenne de +0,9% compte tenu de la faiblesse relative des marchés européens. Les gérants ont peu modifié leurs expositions suite aux mouvements de marché induits par les difficultés financières de Dubai. Le meilleur résultat est à mettre au crédit du fonds ayant le biais long le plus prononcé de la poche avec une exposition nette de 80%. La plus grosse perte (1,7%) est subie par le fonds avec un biais small et mid caps sur le UK, segment de marché assez décevant en novembre (indice Ftse 250 à seulement +0,4% en novembre).

Les fonds américains, avec une performance moyenne de +0,4%, ont affiché des résultats plutôt décevants compte tenu de la bonne tenue des marchés américains et émergents. La meilleure performance vient aussi du fonds le plus agressif en termes d'exposition nette longue au marché. De plus, son biais long au secteur de la santé et de la technologie a enfin payé ce mois-ci.

Le positionnement modérément positif des fonds long short sur actions n'a pas beaucoup évolué par rapport au mois précédent. Les intervenants constatent en effet une amélioration séquentielle des résultats des entreprises mais hésitent à s'engager sur le côté durable du rebond une fois que les différents stimuli des banques centrales et des gouvernements auront disparu. La forte baisse du marché lors de l'annonce des difficultés de Dubai World engendrant la plus forte baisse journalière depuis avril illustre cette nervosité malgré le fort rallye observé ces derniers mois sur les actions.

Sur les pays émergents et notamment sur la zone asiatique, la tendance haussière s'est poursuivie en cours de mois avant de connaître un recul prononcé suite à l'annonce des difficultés de l'état de Dubaï. Le MSCI AP inc. Japan a ainsi rendu près de 4% sur la semaine du 24 avant de reprendre 2,8% le dernier jour du mois ! Au final, l'indice termine le mois de novembre en baisse de 1,46%. Les données macro-économiques chinoises continuent de s'améliorer (production industrielle en hausse de 16% sur l'année, augmentation des ventes de détails, ralentissement du recul des exportations notamment) et tirent encore le marché local chinois qui termine sur une hausse de +7% sur la période.

Dans ce contexte, nos gérants ont globalement profité du flux de nouvelles positives jusqu'au retracement du marché et terminent en moyenne à +1,59%. Le meilleur fonds sur la période réussit à délivrer +3,8% en étant resté acheteur malgré le décrochage du marché de Hong Kong et profitant ainsi du rebond de fin de mois.

Stratégies de Trading de Futures

La période a été très profitable pour nos gérants CTAs qui enregistrent une performance de +4,18% et annulent de ce fait la contre performance enregistrée en octobre. Les suiveurs de tendance sont les principaux contributeurs avec un gain mensuel de +5,46%, la contribution des gérants court terme étant plus modeste (+0,60% sur le mois).

Tous les secteurs ont contribué positivement à la performance même si les moteurs principaux ont été les marchés de taux d'intérêts et de matières premières. En effet, les positions longues de durée, notamment sur la partie longue de la courbe américaine, ont profité du rallye obligataire. Sur le segment des « commodities », ce sont les positions longues sur les métaux précieux et certains métaux de base (notamment le cuivre) et les positions vendeuses sur le gaz naturel qui ont contribué à la majorité de la performance.

La performance plus modeste des gérants court terme s'explique en grande partie par une volatilité intra-journalière élevée, particulièrement sur les taux et les devises. Cette volatilité qui, normalement, constitue une source d'opportunités pour les modèles hautes fréquences, devient pénalisante lorsqu'elle est causée par des renversements de tendance brusques et violents. Malgré ce contexte difficile, l'allocation finit le mois en territoire positif, la majorité des gains ayant été réalisés sur les derniers jours de trading.

Stratégies Global Macro

Le mois de novembre a été profitable pour les fonds Global Macro avec une performance moyenne de 1,7% sur le mois. Les gains ont été générés sur les poches matières premières, en particulier les métaux précieux (or et palladium +13%) mais aussi sur l'agriculture (soja +5,6%, maïs +10%). Les positions vendeuses sur l'argent et le blé ont été logiquement perdantes mais avaient été implémentées en couverture des positions longues sur l'or et le maïs. Les fonds restent globalement longs de devises asiatiques contre dollar américain ou contre Yen. Ainsi, ils ont profité de la fermeté des données macroéconomiques en Asie émergente qui soutiennent les devises locales. Sur les marchés de taux, les positions de pentification des courbes ont généré des profits au fur et à mesure que le marché repousse ses anticipations de hausse de taux de la part des banques centrales G3. Et sur la partie courte de la courbe, ils préfèrent la courbe anglaise à la courbe européenne car ils ne croient pas aux hausses de taux anticipées par le marché outre manche. Les fonds ont globalement allégé leur positionnement pour cette fin d'année et privilégient l'utilisation d'options pour limiter les pertes en cas de mouvement erratiques dus aux faibles volumes de fin d'année.

Nous restons positifs sur cette stratégie qui recèle de fortes opportunités pour l'année 2010.

Nous vous remercions de votre confiance.

Olivier Ramé