

Face à une récession majeure, l'année 2009 aura été marquée par un interventionnisme sans précédent de la part des Etats et des banques centrales. Les gouvernements ont en effet déployé de nombreuses mesures fiscales et monétaires afin de soutenir l'économie réelle et de rétablir la confiance sur les marchés financiers. En conséquence de ces politiques de soutien non conventionnelles, les conditions de financement sur les marchés interbancaires se sont normalisées (TED Spread & spread Euribor-Eonia ont fortement reflué par rapport aux plus hauts enregistrés en 2008) et les conditions de crédit se sont améliorées. Toutefois, le chômage a bondi dans des proportions importantes pour dépasser les 10 % aux Etats-Unis et 9 % en zone Euro, et la demande des ménages, véritable moteur de la croissance économique, s'est fortement contractée. Dans ce contexte macroéconomique dégradé incertain, la réduction des tensions sur les marchés couplée à des taux directeurs très accommodants se sont traduits par un fort regain d'appétit pour l'ensemble des actifs risqués.

Dans un premier temps, le rebond indiscriminé des marchés n'a pas été forcément favorable à l'ensemble des stratégies alternatives. En effet de nombreux gérants étaient dans un mode de préservation de capital suite à la débâcle des marchés en 2008 : ils ont donc entamé l'année avec un positionnement défensif, voire net vendeur sur les secteurs les plus cycliques, les bancaires et les signatures de crédit à risque. Ainsi, il aura fallu attendre la fin du mois d'avril pour voir les gérants Long Short augmenter leurs expositions et enfin reconnaître que le momentum avait changé de sens. C'est une des principales raisons de la contre performance des stratégies de Long Short en 2009.

De leur côté, les gérants de valeur relative (sur lesquels nous sommes fortement surpondérés) ont su profiter des opportunités créées par la crise de crédit et par le retour de la liquidité sur les marchés financiers. Les dislocations extrêmes constatées sur les marchés de spread se sont résorbées tout au long de l'année au profit des stratégies d'arbitrage qui ont réussi le tour de force de délivrer douze mois positifs consécutifs en 2009.

Notre positionnement tactique sur les Global Macro et les stratégies sur taux souverains est payant depuis le début de la crise financière. Et l'année 2009 aura confirmé que ces stratégies profitent de la volatilité des marchés sous-jacents sans pour autant y montrer de la sensibilité. Par exemple, nos cinq arbitragistes de taux terminent l'année entre +9% et +14% net. La grande majorité de leurs profits aura été réalisée sur trois thèmes majeurs :

1. Le resserrement des spreads interbancaires suite aux injections massives de liquidité de la part des banques centrales.
2. Le trading autour des émissions d'obligations souveraines allouées au financement des déficits et des plans de relance ainsi que des opérations de rachat d'actifs opérées par les banques centrales dans le cadre du quantitative easing.
3. L'arbitrage de volatilité (inter courbe) et de base (future vs cash).

Ces stratégies vont rester présentes dans nos portefeuilles tant que la volatilité des taux restera élevée et tant que les Etats devront poursuivre leur programme d'émissions obligataires.

L'augmentation de notre exposition aux stratégies d'arbitrage de fusions/acquisitions se poursuit et devrait atteindre 10 % de l'allocation globale au cours du premier semestre 2010. Nos gérants de M&A terminent l'année sur une performance de 9,6 %. Malgré un environnement difficile caractérisé par une incertitude macro-économique importante et un flux de transaction relativement faible nous établissons notre meilleure performance annuelle depuis 5 ans ! Ce résultat s'explique principalement par des niveaux de spreads historiquement élevés et disproportionnés par rapport aux réels risques de « deal break » dans la mesure où la majorité des transactions sont des opérations stratégiques et non plus des LBO, donc plus risquées car financées par de la dette.

Nous avons constaté, avec le retour de la liquidité sur les marchés, que les stratégies qui avaient le plus souffert en 2008 (event driven, convertible bond arbitrage, credit, etc.) sont celles qui ont le plus rebondi en 2009. Et souffrant du même effet miroir, mais en sens inverse, les stratégies de CTA auront connu une de leur plus difficile période en 2009, certains grands noms de l'industrie enregistrant même leur première année calendaire négative ! La configuration de marché ne fut pas favorable car en manque de tendances claires et persistantes mais friande de renversements brutaux et multiples sur les principales classes d'actifs.

Le positionnement actuel de nos fonds d'arbitrage est pour le moment attentiste. Nombreux gérants craignent que l'arrêt des mesures de soutien non-conventionnelles ne pénalise les marchés à court terme. Les portefeuilles ont assez peu de levier, une Value at Risk inférieure à leur moyenne historique et pratiquement aucune exposition directionnelle aux marchés.

Les fonds d'arbitrage de taux préfèrent se positionner de manière tactique sur certaines parties de la courbe (butterfly 5/10/30 aux Etats-Unis par exemple), sur la volatilité autour des « auctions » tout en augmentant légèrement les protections mises en place via des CDS sur certaines obligations souveraines (Grèce, Espagne).

Les gérants d'arbitrage sur actions attendent une nette amélioration des niveaux de dispersion intra-sectorielle ce qui serait très positif pour la stratégie et plus particulièrement pour les gérants fondamentaux spécialisés par secteur d'activité. Nous continuons de privilégier cette stratégie dans nos allocations d'autant plus que c'est un des segments où l'on trouve le plus de fonds liquides (condition moyenne de liquidité centrée sur une fréquence mensuelle avec 30 jours de préavis).

En 2010 l'environnement devrait continuer à être favorable pour la stratégie d'arbitrage de fusions / acquisitions avec la poursuite de l'accroissement des volumes de transactions : il nous semble que dans un contexte de faible croissance économique, il devient plus stratégique pour les entreprises de sécuriser leur position compétitive à travers des opérations de croissance externe. De fait, nous devrions voir de plus en plus d'offres hostiles et de contre offres, ainsi qu'une plus grande proportion de transactions financées par un mix de cash et de titres aux dépens des offres payées purement en numéraire. Cela devrait soutenir les niveaux de spreads post-annonce qui sont aujourd'hui attractifs vis-à-vis des taux sans risque avec une moyenne autour de 10 % annualisé brut avant effet de levier !

Nous augmentons également l'allocation sur la stratégie de dettes distressed mais de manière très ciblée et uniquement sur notre fonds de fonds spécialisé sur les stratégies Event Driven. En effet, même si c'est une stratégie performante sur le long terme, sa moindre liquidité et son biais structurellement long de crédit ne rend pas cette stratégie éligible à nos portefeuilles de performance absolue ; notre exposition globale aux fonds de distressed reste donc limitée. Le rythme des défauts Corporate s'est considérablement ralenti au cours du quatrième trimestre et le Distressed ratio (pourcentage du marché High Yield qui traite au dessus de 1000 points de base) continue de refluer pour atteindre 15 % en décembre contre plus de 70 % un an auparavant ! Il est clair que les candidats au défaut ont bénéficié de la réouverture des marchés de capitaux pour améliorer leur solvabilité à court terme. Les nouvelles émissions ont ainsi servi dans plus de 60 % des cas, au sein du marché High Yield américain, à refinancer les maturités courtes et les dettes bancaires trop pesantes. En conséquence les taux de défauts enregistrent leur première baisse depuis deux ans et se situent respectivement à 9,6 % et 10,9 % pour la dette bancaire et les obligations. Les agences de rating, ainsi que la banque JP Morgan tablent désormais sur un taux de défaut proche de 4 % d'ici à la fin 2010, ces prévisions se basant sur une reprise modeste de l'économie. A noter également que les financières, l'immobilier et les services à la consommation restent les secteurs les plus à risque.

La stratégie Long Short sur action, malgré la déception de 2009, pourrait profiter d'une plus grande discrimination entre les titres à l'avenir plutôt que d'un rebond dicté par la liquidité et la reflation artificielle de l'économie. En ce début d'année, nos fonds opportunistes ont une exposition nette longue moyenne de 40 %. Les deux tiers de nos gérants restent positifs sur le marché et pensent qu'après la période d'expansion des multiples de valorisation que l'on a connue depuis mars 2009 succèdera une période de révision à la hausse des estimations des analystes au premier trimestre 2010. Ces gérants ont des expositions nettes comprises entre +50 % et +75 %. L'autre tiers est plus prudent avec des expositions nettes autour de 20 %. Ces derniers ne nient pas la reprise économique en place mais sont préoccupés par les niveaux de valorisation excessifs atteints et par le caractère durable de la reprise aux Etats-Unis et en Europe alors que se profile l'arrêt des plans de relance.

En guise de conclusion, nous notons que les gérants Macro abordent l'année 2010 avec un positionnement prudent dans l'ensemble : les risques souverains, le resserrement monétaire et la poursuite de la crise immobilière aux Etats-Unis sont autant de facteurs de risques qui militent pour une reprise modérée et un rebond de la volatilité.

Nous vous remercions de votre confiance et vous souhaitons une excellente année 2010.

Olivier Ramé
Directeur Multigestion Alternative