

Note : Dans le cadre de l'harmonisation des reporting du groupe UFG-LFP, le format de la lettre alternative mensuelle est modifié et prend désormais la forme d'un recto verso. Nous modifions donc notre approche et en lieu et place d'une description exhaustive de l'ensemble des stratégies alternatives que nous couvrons, nous prenons le parti de faire le point sur une ou deux stratégies qui font soit l'actualité, soit qui nous semblent porteuses d'opportunités ou de risques.

Les marchés ne nous auront laissés que peu de répit en ce début d'année 2010. Le contexte macro-économique a en effet été particulièrement chahuté et c'est la conjonction de trois événements qui aura fait prendre conscience au marché que la reprise économique sera probablement vallonnée et semée d'embûches :

- D'abord ce sont les difficultés rencontrées par la Grèce qui pourraient contaminer le reste de la zone Euro, notamment via la hausse des taux longs des pays périphériques, et mettre en péril les efforts d'harmonisation des politiques budgétaires et économiques européennes qui ont justement pour but de rassurer les marchés... *(Pour information et après les avoir tous interrogés, il apparait que les fonds alternatifs de notre sélection sont très peu impliqués sur des positions CDS sur les états souverains Européens. Au niveau agrégé de nos portefeuilles, les positions vendeuses sur les dettes périphériques européennes sont négligeables en pourcentage de l'actif net des fonds).*
- Puis c'est la poursuite du resserrement monétaire en Chine qui vise à limiter la croissance des prêts octroyés aux entreprises et aux particuliers afin de freiner une économie proche de la surchauffe.
- Enfin ce sont les annonces du président Obama vis-à-vis du risque systémique que font porter les banques d'investissements et sa volonté de contraindre ces institutions via une réglementation accrue.

Ainsi, malgré un bon début de mois, l'indice MSCI Europe termine en recul de 3.84%. La baisse s'étant caractérisée par une forte rotation sectorielle au détriment des valeurs cycliques et des financières qui avaient mené le rebond en 2009. De leurs cotés et malgré une nette augmentation de la volatilité, les marchés de crédit corporate ont gardé la tête haute et continué leur tendance haussière : aux Etats-Unis, les crédits Investment Grade génèrent une performance de 2% sur le mois tandis que les obligations High Yield produisent une performance de 1.5%.

Dans ce contexte, notre positionnement défensif évoqué ces derniers mois dans ces mêmes lettres a porté ses fruits en ce début d'année. Nos expositions importantes sur les stratégies d'arbitrages de taux (+0.96% en janvier), d'arbitrages sur actions (+0.30%) et d'arbitrages de crédit (+1.75%) continuent de nous satisfaire tant en termes de performance que de faible volatilité et de faible sensibilité aux marchés sous-jacents. Les stratégies Event-Driven résistent également bien. Elles sont portées par les opérations de restructurations des entreprises, du côté actions avec les arbitrages de fusions acquisitions (+0.02% en janvier) et du côté crédit avec les stratégies autour des dettes distressed (+1.10%).

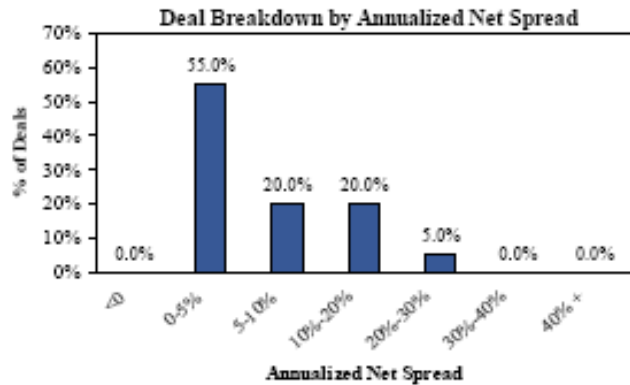
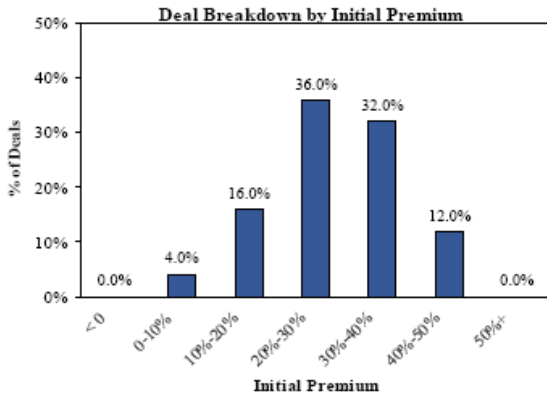
Au sein des stratégies plus directionnelles, seule la stratégie Global Macro arrive à tirer son épingle du jeu avec un résultat étal en janvier. Les gérants sont circonspects sur la capacité de la reprise économique à s'auto-entretenir suite aux retraits des mesures d'aide fiscales et monétaires : en conséquence les gérants ont beaucoup réduit leurs niveaux d'exposition et se positionnent surtout sur des stratégies de valeur relative. Les gérants long short à biais variables ont souffert du retracement des indices actions d'autant plus qu'ils avaient globalement augmenté leurs niveaux d'exposition brute et nette ces derniers mois. Les performances se situent dans une fourchette de -1% à -3% en fonction des zones géographiques. Enfin les CTAs continuent d'accentuer leurs pertes dans un marché très technique, sans grande tendance en dehors des devises et marqué par des retournements incessants. La stratégie recule de 4.33% sur le mois.

Ce mois-ci nous mettons en avant les stratégies Event-Driven, aussi bien celles qui traitent des sous-jacents actions avec l'arbitrage de fusions-acquisitions, que celles opérants sur les dettes d'entreprises avec la stratégie distressed. Il nous semble que la situation économique actuelle présente des opportunités intéressantes pour ces gérants alternatifs. En effet la crise actuelle ne vient pas du monde des entreprises mais de l'immobilier et de la consommation, donc de l'endettement des ménages. Ainsi les sociétés ont globalement bien résisté et ont réussi à préserver leurs marges et à réduire leur niveau d'endettement. Il est donc naturel de voir le monde « corporate » en ébullition car il s'agit pour les directions générales soit de profiter de la crise pour augmenter leurs parts de marché via de la croissance externe, soit de profiter de la réouverture des marchés de capitaux pour restructurer leurs bilans et repartir dans une position saine pour la prochaine phase de croissance.

L'activité de fusions-acquisitions est effectivement assez riche en ce début d'année avec un volume global de 1600 transactions en cours. Ce sont dans les pays émergents que nous continuons d'observer le plus d'activité, tant en terme de taille que de volume. Le Mexique et le Brésil représentent à eux seuls un montant de US\$ 48 milliards d'opérations avec notamment l'annonce récente du rachat de la holding Carso Global Telecom par le mexicain America Movil (spin off de Telmex en 2000) pour un montant record de US\$ 27 milliards. Du côté européen l'activité reste assez faible et concentrée sur de petites transactions alors que nous observons aux Etats-Unis la recrudescence d'opérations

stratégiques telle que l'OPA de Tyco International sur Brink's Home Security à la mi-janvier ou plus récemment l'offre de Schlumberger sur Smith International.

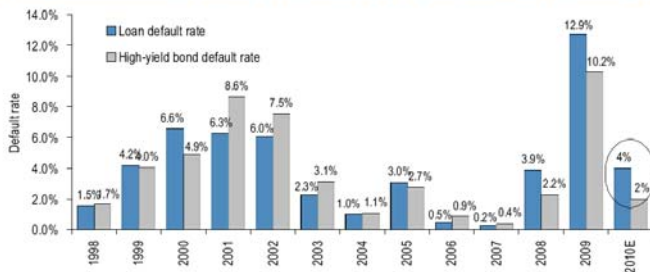
La stratégie d'arbitrage devrait donc bien se comporter dans les trimestres à venir car il y a non seulement des opérations mais surtout des gains potentiels intéressants. Les fonds qui se positionnent en anticipation de transaction peuvent espérer profiter de primes substantielles offertes par les sociétés acquéreuses, les opérations récentes ayant offerte une prime moyenne de plus de 30% (cf graphique Deal Breakdown by initial Premium). Les gérants jouant les opérations annoncées peuvent espérer capturer un rendement avant levier de l'ordre de 8.5% brut en moyenne pour un risque très limité puisque toujours d'après Barclays Capital, plus de 75% des transactions ont une probabilité supérieure à 95% d'être menées à terme.



Sur le segment des crédits à risque, les catégories les plus spéculatives continuent de rebondir fortement ; les obligations « distressed » qui se négocient avec un spread supérieur à 1000 points de base finissent ainsi le mois sur une performance positive de +4.2%, aucun défaut majeur n'étant venu perturber leur marche en avant. A elle seule, cette catégorie qui ne représente que 14% de l'univers High Yield américain a contribué à environ un tiers de la performance de l'indice. Au sein de l'univers « distressed » le secteur financier continue d'être le plus représenté avec 23% de la capitalisation, suivi par la consommation à 12.5% et l'immobilier juste au dessus de 10.5%. Ce sont donc bien naturellement les secteurs qui ont le plus durement subi la crise qui se retrouvent les mieux représentés.

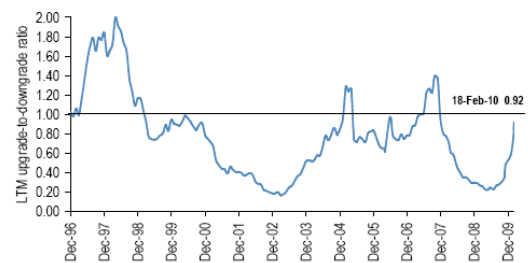
Depuis de nombreux mois, voire trimestres, nous sommes restés relativement peu exposés sur ce segment car nous estimions qu'il était trop tôt pour se positionner sur cette stratégie corrélée au cycle de vie des entreprises. Mais nous notons désormais, et pour la première fois depuis le début de cette récession, que les hausses de notation des agences spécialisées dépassent les baisses aussi bien en nombre qu'en volume. De plus, les projections de taux de défaut d'entreprise sont en baisse substantielle pour l'année 2010 (cf schéma ci-dessous). La conjonction de ces deux facteurs a été historiquement très positive pour la stratégie qui profiterait donc non seulement d'un gisement important mais aussi de fondamentaux solides.

High-yield bond default rate forecast for 2010 lowered to 2%; loan forecast of 4% unchanged



Sources: J.P. Morgan; S&P LCD.

LTM upgrade-to-downgrade ratio (par amount)



Source: J.P. Morgan

Nous vous remercions de votre confiance

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le groupe UFG-LFP ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.