



15 juillet 2010

L'essentiel en un clin d'œil

L/S Equity	↗
Macro - CTA	↗
Arbitrage	↗
Crédit	→
Event-Driven	↗
Ress. nat., mat. prem.	→

Prévisions à 6 mois

**Performances d'indices
(HFRI FoF)**

	MTD	QTD	YTD
<i>Composite</i> Multi-Stratégies	-1.08%	-2.77%	-1.39%
<i>Conservative</i> Faible volatilité	-0.86%	-1.66%	0.02%
<i>Diversified</i> Multi-Stratégies	-1.34%	-2.81%	-1.28%
<i>Market Defensive</i> Short	-0.10%	-1.46%	-1.89%
<i>Strategic</i> Long Short	-1.16%	-3.58%	-2.35%

Estimations au 30 juin 2010

Les économies mondiales sont aux prises avec de nombreux défis, exacerbant l'incertitude des perspectives conjoncturelles planétaires. En Europe, les mesures d'austérité associées à un système bancaire faible constituent une source d'inquiétude considérable. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale s'avère plus accommodante que la BCE mais les dernières statistiques économiques accréditent la thèse que le pic cyclique de croissance a d'ores et déjà été dépassé. La Chine, locomotive de la croissance mondiale, montre également des signes de ralentissement. Enfin au Japon, que nous associons à un risque considérable en raison de son endettement et de son déficit budgétaire élevés, certains signes d'instabilité politique se font jour.

Dans ce contexte et compte tenu des performances décevantes enregistrées au cours des deux derniers mois, l'industrie des placements alternatifs s'est ingéniée à réduire son exposition au risque et à réduire la voilure de ses portefeuilles. Les gérants sont extrêmement prudents. Les niveaux de liquidités sont considérables et le pessimisme domine, notamment dans le segment *long only*. A ce stade du cycle, la volatilité attendue de nos portefeuilles est par ailleurs faible.

Perspectives par stratégie

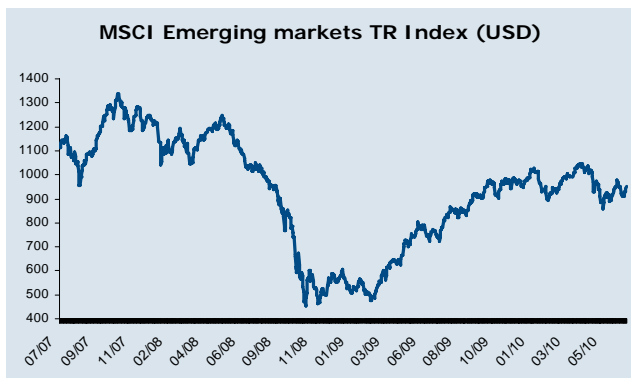
Long/Short Equity	2
Très forte dispersion	
Event-Driven	2
Question de patience et de discipline	
Crédit	2
Avancer à pas de loup, armé d'un gros gourdin	
Stratégies d'arbitrage	3
Des hauts et des bas pour les stratégies d'arbitrage	
Macro & CTA	3
Le rendement des emprunts d'Etat US à 10 ans inférieur à 3%	
Ressources naturelles, matières premières	4
Le secteur continue d'être soutenu par des thèmes macro	

3A SA Research & Portfolio Management
Publications
Tél. +41 (0)58 799 18 00
info@3-a.ch

Perspectives par stratégie

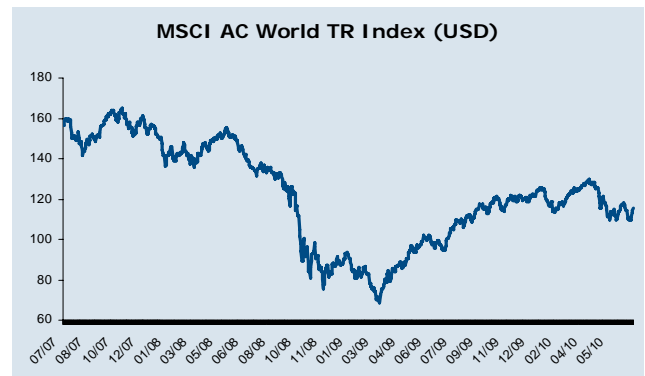
Long/Short Equity

Les marchés des actions ont faiblement progressé en première partie du mois de juin, avant de s'inscrire en net recul en seconde moitié de mois quand les investisseurs ont eu à faire face aux effets d'une activité économique en berne. On a observé une plus forte divergence sectorielle des niveaux de rentabilité, les secteurs les plus performants faisant preuve d'une plus grande résilience. Ainsi les secteurs des télécommunications et des soins de santé ont pu finir le mois sur de modestes gains. Les secteurs perdants, en revanche, ont épousé de près l'inertie du cycle économique. Il convient également de noter de considérables écarts régionaux de performance : ainsi l'indice MSCI World a perdu -3% durant la période sous revue, tandis que l'indice MSCI dévolu aux marchés émergents est demeuré inchangé. De même, la Chine a perdu presque -10% alors que Hong Kong progressait de presque +2% et que les marchés sud-coréen et indien affichaient des hausses de presque +5%. Nonobstant, outre quelques baisses exceptionnelles, les marchés des actions sont demeurés majoritairement stables.



Dans un tel environnement, la performance des gérants Equity Long/Short s'est elle aussi avérée plutôt mitigée. Les gérants tendant à la directionnalité en raison d'une orientation macro, d'une approche *bottom-up* ou de considérations techniques et qui avaient tablé soit sur un rebond technique, soit sur une poursuite de la baisse, ont fait les frais de l'évolution des marchés en juin. Les gérants spécialisés dans le *trading* ont mieux résisté mais n'ont en général pas pu enregistrer de gains notables du fait que le rebond et la correction qui l'a suivi ont manqué de volatilité à court terme. Enfin, les fonds misant sur la valeur relative et ceux qui ont opté pour un positionnement neutre face aux marchés ont, dans l'environnement actuel, généralement enregistré des performances inchangées à faiblement positives. Tandis que nous

nous efforçons de maintenir un certain niveau de diversification, nous continuons également de penser que les fonds focalisés sur une approche *relative value* offriront, à court et moyen terme, les meilleures performances pondérées par le risque.



Event-Driven

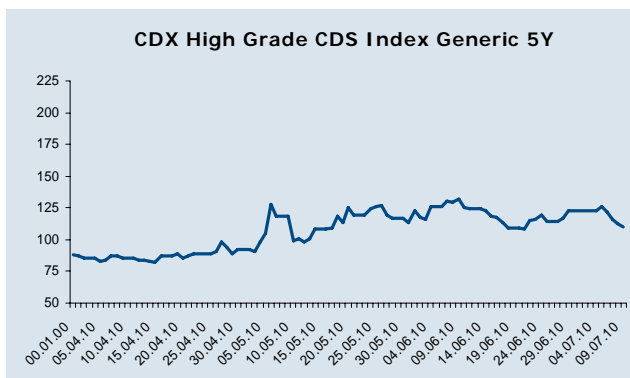
Après l'éclatement des *spreads* observé en mai, tout particulièrement dans le segment énergétique américain, les écarts de taux ont quelque peu diminué et les gérants qui détenaient des positions, les ont étayées ou en ont acquis de nouvelles. Ces gérants ont en partie bénéficié de ce resserrement. D'autres fonds, plus directionnels, ont également vu rebondir certaines de leurs positions fondamentales. Comme il en a déjà été fait mention dans de précédentes éditions d'*Alternative Outlook*, les recettes du succès sont simples à identifier : de faibles taux d'intérêt et des niveaux de liquidités élevés, entre autres ; mais il manque toujours un déclencheur à la montée en puissance de l'activité sur les fusions et acquisitions. Les perspectives de croissance mondiale sont actuellement peu encourageantes, ce qui donne d'autant plus de raisons aux acteurs les plus solides d'acquiescer des entreprises de taille modeste mais complémentaires. En termes de stratégies au sein du segment Event-Driven, les opportunités ne manquent pas, même si les participants au marché s'accommoderaient volontiers de volumes plus conséquents. Nous prévoyons d'étoffer nos allocations à ce segment au cours des prochains mois dès que l'entreprise nous paraîtra adéquate.

Crédit

Les marchés ont été nerveux en juin du fait que la correction observée en mai a dissuadé les investisseurs d'adopter toute attitude directionnelle. Par ailleurs, les inquiétudes liées aux émetteurs souverains européens et des mauvaises statistiques macroéconomiques américaines ont ajouté au malaise. En Asie, l'annonce par la Chine de la désindexation de sa monnaie par rapport au dollar a initialement été bien accueillie. Toutefois l'enthousiasme des marchés a été refroidi quand il

s'est avéré que la réévaluation du yuan serait progressive et étroitement contrôlée. Le mois dernier a semblé indiquer qu'il subsiste un réel appétit de rendement. Cette vision est en partie corroborée par le différentiel de rentabilité entre le crédit et le marché des actions : les obligations de qualité *investment grade* et à haut rendement étaient ainsi respectivement en hausse de +2% et +1% en juin, alors que l'indice S&P500 s'inscrivait en baisse de -5%.

Cette interprétation est toutefois légèrement faussée par le soutien que fournit aux marchés obligataires la forte demande en titres du Trésor américain. Le contexte actuel d'une croissance ralentie offre en apparence de bonnes perspectives aux marchés du crédit, mais en raison de la persistance de certains risques macroéconomiques, une pure approche d'investissement *long* crédit pourrait s'avérer dangereuse. Aussi, comme nous l'avons déjà mentionné, nous privilégions les gérants de crédit qui savent rester lestes et opportunistes.



Stratégies d'arbitrage

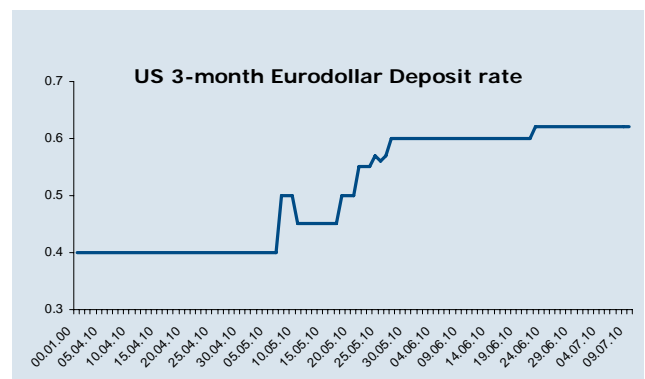
Le mois de juin s'est achevé sur une baisse pour les arbitragistes. L'arbitrage sur obligations convertibles est resté essentiellement inchangé durant la période. La stratégie offre encore des perspectives intéressantes en matière de *gamma trading* et d'investissement dans l'arbitrage sur actions ont été très disparates en juin, quelques-uns d'entre eux offrant des performances positives tandis que la plupart ont connu un mois difficile. Les perspectives pour cette stratégie sont plutôt intéressantes du fait que les *spreads* entre sociétés ont atteint des niveaux historiquement élevés, offrant la promesse d'une forte rentabilité si les valorisations de marché convergent vers leur juste valeur de marché. Cependant, la torpeur estivale et ses faibles volumes pourraient temporairement assombrir le potentiel de cette stratégie.

L'arbitrage sur taux fixe a enregistré de très bonnes performances en juin et ses perspectives demeurent selon nous positives, largement en raison du

manque de concurrence sur ce segment stratégique. Les résultats des arbitragistes sur volatilité ont été, quant à eux, faiblement négatifs en juin. A terme, nous estimons que cette stratégie parviendra à tirer profit d'un environnement de marché qui se caractérisera par une plus forte volatilité qu'en 2009.

Macro & CTA

Le mois de juin a été dominé par les inquiétudes liées à la dette souveraine et les marchés n'ont témoigné aucune confiance envers les plans d'austérité mis en œuvre par les pays européens. Les rendements des nations GIIPS (Grèce, Italie, Irlande, Portugal, Espagne) ont poursuivi leur hausse alors que par contraste, les rendements des nations moins endettées ont notablement chuté du fait de craintes concernant une prochaine reprise conjoncturelle. Après un début de mois prometteur, les CTA à court et moyen terme ont pratiquement abandonné tout le terrain conquis pour ne se reprendre que dans les tout derniers jours de juin, ce qui leur a permis de terminer la période sur un léger gain. En revanche, les fonds macro systématiques n'ont abandonné que peu de performance avant d'étendre leurs gains en fin de mois, en même temps que les CTA à court et moyen terme. En termes généraux, le marché des taux fixes a été, avec les taux courts, la classe d'actifs la plus performante, tandis que le principal frein à la performance a été le secteur énergétique, qui a fortement progressé durant la période. L'étude au cas par cas révèle que le marché des actions a soit contribué à la performance (surtout des CTA à court terme), soit œuvré à son détriment (essentiellement pour les CTA à moyen terme). Au risque de nous répéter, le regain de volatilité et d'incertitude continuera d'offrir un environnement porteur aux fonds CTA et macro systématiques, raison pour laquelle nous demeurons positifs sur cette famille stratégique.

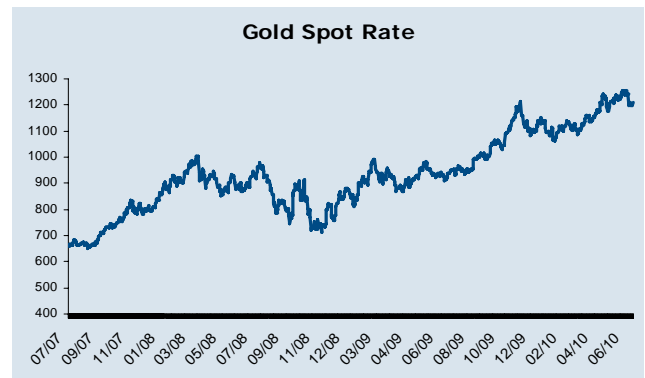


Ressources naturelles, matières premières

Les marchés financiers ont été agités en juin en raison de la persistance de fortes pressions sur la zone Euro et les marchés des actions ont nettement baissé vers la fin du mois. De manière comparable, les métaux communs étaient globalement en hausse en juin avant que la tendance de leurs cours ne s'inverse en fin de mois (le cuivre perdait -6.1%, le zinc -7.4%). Ce repli est dû aux craintes d'un ralentissement de la croissance dans les marchés émergents (en particulier la Chine) et d'une récession dans les économies de l'OCDE. Dans le segment des métaux précieux, le cours de l'or a atteint un nouveau sommet historique en juin (plus de USD 1'250 l'once) du fait de l'environnement favorable créé par les inquiétudes d'ordre macroéconomique, et malgré des prises de bénéfice vers la fin du mois, le métal jaune a tout de même progressé de +2.2% sur la période. A l'instar d'autres actifs à risque, le platine (-1.8%) et le palladium (-5.6%) se sont également inscrits en recul en juin malgré des fondamentaux positifs.

Dans le segment énergétique, le cours du brut a progressé à presque USD 80/baril avant de se replier à USD 76/baril en fin de mois, toujours en hausse nette pour l'ensemble de la période. L'évolution des cours a été essentiellement dictée par des inquiétudes d'ordre macroéconomique et par les flux financiers qu'elles ont entraînés en direction de produits d'investissement *long-only*. La demande énergétique de la part des marchés émergents demeure forte, mais l'offre de l'OPEP et des autres nations productrices est également en hausse, si bien que la marge de production inemployée devrait rester importante au cours des prochains mois.

Dans le secteur agricole, les cours du maïs, du blé et du soja sont restés globalement inchangés durant la période dans le contexte d'une offre conforme aux attentes et d'une météo favorable. Néanmoins, le rapport de l'USDA publié le 30 juin s'est avéré positif pour le maïs en faisant état de stocks et de nouvelles surfaces mises en exploitation inférieurs aux attentes. Dans le soja, la surface mise en exploitation s'est avérée supérieure aux intentions annoncées en mars et les stocks étaient légèrement inférieurs aux attentes. Dans les produits de base d'origine agricole, le cacao était légèrement en baisse en juin, tandis que le mois s'est avéré très porteur pour le café (Arabica septembre 2010 : +22.3%) en raison de faibles stocks. Le sucre brut (juillet 2010) était en hausse de +27.1% du fait d'une offre insuffisante malgré l'actuelle saison de récolte au Brésil. Cette tension s'est aussi illustrée par la forte augmentation du *spread* juillet-octobre.



Plusieurs gérants macro en matières premières accusaient des performances en baisse en juin, le gros des pertes émanant d'expositions longues qui ont entamé les résultats en fin de mois. Toutefois, les expositions aux matières premières avaient aussi souvent été réduites au cours du mois de mai, lors de la brutale correction des marchés. Comme c'est souvent le cas, quelques gérants ont réussi à se distinguer par des hausses de performance en juin grâce à leur focalisation sur un faible nombre de matières premières ou sur des transactions spécifiques comme le *spread trading*. De manière générale, les gérants sur matières premières restent prudemment positionnés pour la période estivale et attendent l'émergence d'un tableau macroéconomique plus précis, même si, à long terme, les marchés émergents sont encore considérés comme offrant un bon soutien aux cours des matières premières. Dans une perspective à plus court terme, certaines opportunités de transactions ont toutefois été identifiées, comme par exemple dans les secteurs céréalier ou énergétique, où une saison caractérisée par de nombreux ouragans pourrait créer quelques chocs au niveau de l'offre pétrolière.

Sources graphiques: Bloomberg