

15 juin 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	-2.84%	-1.96%	-0.55%
<i>Conservative</i>			
Faible volatilité	-1.87%	-0.80%	0.90%
<i>Diversified</i>			
Multi-Stratégies	-2.57%	-1.75%	-0.18%
<i>Market Defensive</i>			
Short	-1.73%	-0.86%	-1.33%
<i>Strategic</i>			
Long Short	-3.38%	-2.52%	-1.28%

Estimations au 31 mai 2010

Depuis début mai, les marchés ont été assujettis à deux tendances aussi puissantes que contraires. D'une part, la dynamique de reprise observée aux Etats-Unis depuis la fin de l'an dernier paraît intacte. Même le marché immobilier, l'un des facteurs à l'origine de la dernière crise, semble avoir atteint son point le plus bas et ne devrait plus peser sur la conjoncture américaine. D'autre part, les Etats européens n'ont toujours pas prouvé leur capacité à mettre en œuvre leur viabilité budgétaire à long terme. Au mieux, l'Europe pourrait s'avérer être le maillon faible de la croissance mondiale en 2010. Les observateurs les plus pessimistes n'excluent pas le risque d'une propagation de la détresse du système bancaire européen jusqu'à ses homologues aux Etats-Unis et en Asie. A cet égard, le taux LIBOR est un indicateur crucial du fait que la principale menace pour l'économie mondiale serait une contagion par le biais du système financier.

Depuis fin avril, c'est la seconde tendance qui l'a emporté sur la première. Les marchés sont entrés dans une phase d'aversion au risque et aucun de leurs participants ne souhaite revivre un cataclysme de l'ordre de la faillite de Lehman Brothers. Pour la fin juin, nous avons partiellement réduit certaines positions détenues dans nos portefeuilles. A ce stade, nous jugeons néanmoins que le marché pourrait entamer une phase plus porteuse. Les liquidités créées d'ici fin juin nous permettront de tirer parti des différents scénarios économiques susceptibles de prendre forme ultérieurement.

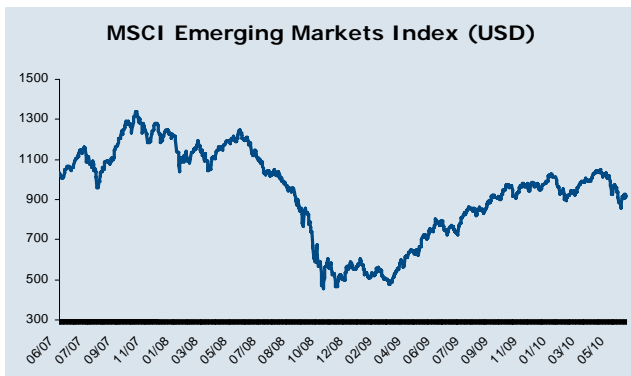
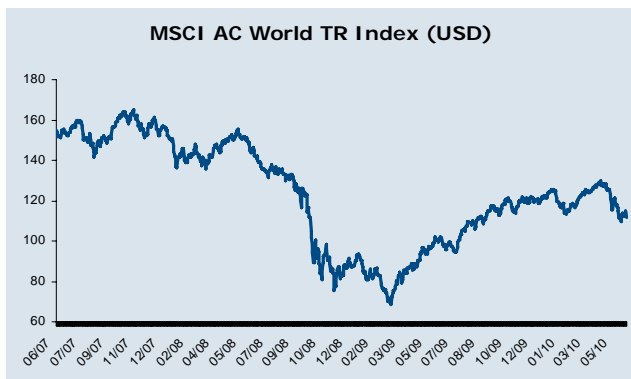
Perspectives par stratégie

Long/Short Equity	2
Au-delà du style d'investissement, la sélection de fonds reste cruciale	
Event-Driven	2
Opportunité d'achat ?	
Crédit	2
Les risques Macro persisteront	
Stratégies d'arbitrage	3
Montagnes russes pour la stratégie Relative Value	
Macro & CTA	3
Forte volatilité intra-mensuelle, résultant d'une vaste dispersion des rendements	
Ressources naturelles, matières premières	4
Forte pression vendeuse sur tout le segment en mai	

Perspectives par stratégie

Long/Short Equity

Le mois de mai a été difficile pour les marchés des actions. Malgré des signaux encourageants indiquant que la reprise semble, surtout aux Etats-Unis, stable et authentique, l'attention des investisseurs a été monopolisée par les nations européennes et les inquiétudes liées à la peine qu'éprouvent les membres de l'Union à gérer leur dette souveraine. Contrairement au mois précédent, durant lequel une forte dispersion continuait d'offrir des opportunités aux adeptes de positions longues, l'environnement boursier du mois de mai s'est avéré nettement plus hostile. L'indice mondial MSCI World a ainsi perdu plus de -9,40%, suivi de près par l'indice MSCI des marchés émergents, en baisse de -8,80%.



Dans ce contexte, les gérants Equity Long/Short ont connu quelques difficultés. En termes de style d'investissement, outre les gérants orientés vers les positions longues, aucun type de fonds n'a connu de fortunes notablement meilleures que les autres et la performance a surtout été fonction des paris spécifiques mis en œuvre par chaque stratégie. Les gérants orientés sur le *trading* ont plus rapidement réduit le risque inhérent à leurs positions, mais quelques *stock-pickers* attachés aux fondamentaux ont enregistré, en seconde quinzaine de mai, des gains intéressants en se recentrant sur la qualité sous-jacente des valeurs achetées.

Nous avons été satisfaits de constater que notre sélection de gérants restés prudents au cours des derniers mois a généré une performance supérieure à celle des indices de fonds alternatifs investis en actions.

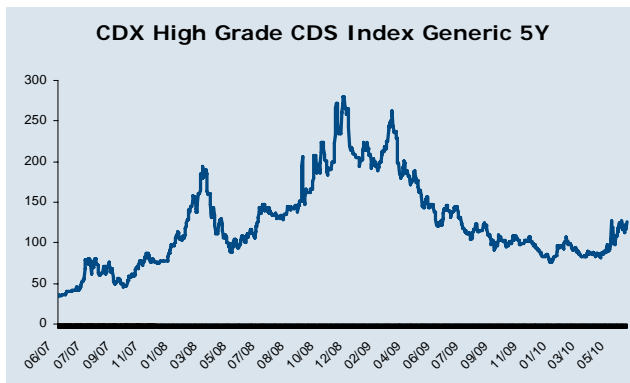
Event-Driven

Au cours du mois de mai, les nouvelles positives dans ce segment ont été rares, voire inexistantes. Aussi, le mois s'est avéré difficile pour les gérants directionnels adeptes du *buy and hold*, alors qu'il a offert des opportunités de positionnement complémentaire aux arbitragistes convaincus orientés *dynamic long*, à condition de pouvoir endurer les souffrances à court terme entraînées par leurs achats. La tourmente boursière actuelle pourrait offrir un bon point d'entrée pour construire ou développer des positions. C'est sur le secteur énergétique que s'est focalisée l'attention en raison des craintes d'un durcissement de la réglementation des forages pétroliers dans le Golfe du Mexique, et de fait les écarts de taux se sont singulièrement accrus sur certaines transactions. Une fois le calme revenu, l'activité dans le domaine des fusions-acquisitions devrait connaître une reprise notable dans la plupart des secteurs. Mais pour l'instant, et depuis déjà un certain temps, une large part des liquidités prêtes à être engagées est maintenue en position d'attente.

Crédit

Le mois de mai a une nouvelle fois rappelé aux investisseurs que le monde est en équilibre instable. Le mois a débuté sur une poursuite de la correction entamée durant la dernière semaine d'avril avec la montée des inquiétudes liées à la dette souveraine européenne. La décision de l'Union européenne de monter un fonds de soutien de 750 milliards d'EURO a quelque peu apaisé les marchés, mais la crainte d'une contagion et les questions sur les modalités de financement de ce fonds de soutien ont continué de peser sur les marchés. Les spreads sur CDS se sont accrus tant en Europe qu'en Asie et aux Etats-Unis. Les bons du Trésor américain à 10 ans ont constitué l'un des rares îlots de sécurité avec un rendement de +2.2% pour le mois. L'ensemble des investisseurs et des traders s'étant précipités pour réduire leur bilan et leur exposition au risque, la plupart des gérants de crédit n'ont pu générer des rentabilités positives. En raison d'une volatilité élevée sur le marché des CDS, ce dernier n'a en outre pas pu offrir de couverture efficace pour le risque inhérent à des positions longues en obligations. En Europe, l'épicentre des problèmes liés à la dette souveraine, les obligations étaient en baisse. La même tendance a affecté l'Asie, où le durcissement de la tension entre les deux Corée a également affecté les marchés. Les rares fonds de crédit à avoir enregistré une bonne performance sont ceux qui ont rapidement réduit leur exposition

au risque par la vente ou la couverture de leurs positions obligataires à long terme, par la détention de cash ainsi que par le trading opportuniste. Dans l'avenir proche, les soucis de réduction de risque et de contagion resteront déterminants et il est très probable que la réaction des marchés sera étroitement liée à la manière dont les différents plans et politiques de sauvetage seront mis en œuvre. Ce niveau accru de risque rendra difficile la gestion de fonds de crédit, mais ceux d'entre eux bénéficiant d'une gestion habile et orientée sur le trading devraient parvenir à générer une performance supérieure.



Stratégies d'arbitrage

En ce mois de mai ardu et volatil, les stratégies d'arbitrage ont relativement bien performé. Grâce à un levier historique réduit et un positionnement prudent, les gérants ont pu maintenir la volatilité à un niveau limité. Dans ce contexte, l'arbitrage sur obligations convertibles a terminé le mois en terrain négatif, mais les pertes sont restées circonscrites à un niveau acceptable. La nette réduction de l'appétit au risque a eu un effet délétère sur les valorisations de convertibles et l'escompte théorique moyen des obligations convertibles américaines exprimé par l'indice Bank of America Merrill Lynch s'est accru de +1.6% durant le mois. Dans ce domaine, nous continuons de privilégier les gérants agiles prioritairement focalisés sur la volatilité et les situations event-driven. Pour le reste, nous surveillons l'activité sur les marchés des capitaux, qui en mai a été anémique.

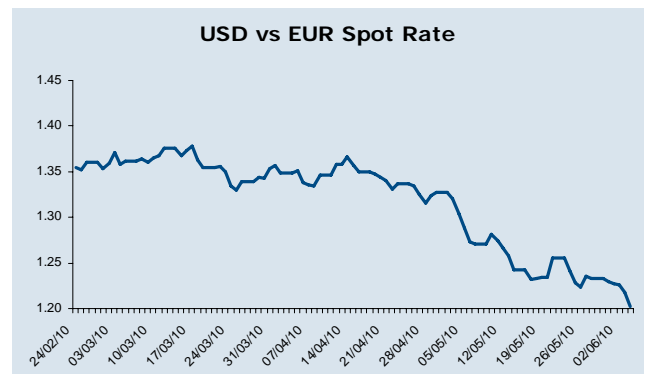
Les gérants spécialisés en arbitrage sur actions ont eu quelque peine à extraire de l'alpha durant la période. Les modèles de valorisation et de *Momentum* ont pâti de rotations sectorielles comme de retournements de marché. Malgré ce contexte, nous restons confiants quant à l'aptitude de ces gérants à générer une rentabilité remarquable lorsque les marchés financiers auront retrouvé une certaine stabilité. L'arbitrage sur volatilité a affiché des niveaux de rentabilité disparates : tandis que l'indice VIX atteignait de nouveaux sommets pour

2010, les gérants orientés *long* ont largement couvert leurs positions, tandis que les gérants plus spécifiquement focalisés sur une approche *Relative Value* ont connu des performances négatives, principalement en raison d'une ruée des marchés vers la réduction du risque qui a entraîné un effondrement de la liquidité durant la période. Toutefois, cette stratégie devrait bénéficier d'un prochain retour de la liquidité de marché et d'un retournement des cours.

Macro & CTA

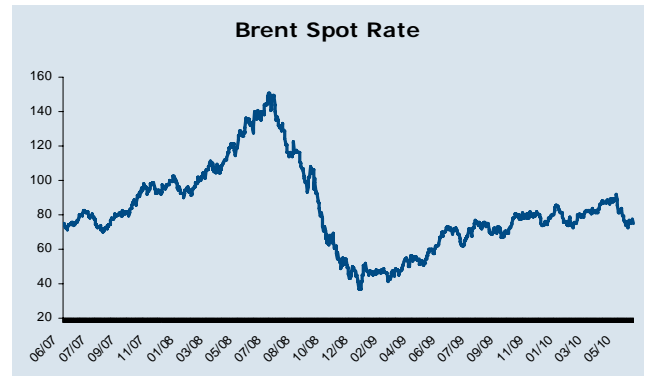
Le mois de mai s'est avéré extrêmement volatil. La première semaine a été très difficile en raison de la nette baisse de valorisation de la plupart des fonds, tandis que la deuxième semaine s'est avérée extrêmement profitable. En moyenne, les fonds adhérant à cette stratégie ont fini inchangés en fin de quinzaine. La bonne tenue de la dernière semaine du mois n'a pas suffi à pallier les difficultés rencontrées la semaine précédente. Les CTA à court terme ont tiré parti de cette pointe de volatilité et constituent de loin la sous-stratégie gagnante en mai. Au contraire, les CTA à moyen terme ont été à la peine du fait que leurs positions *short* EUR et GBP et *long* obligations n'ont pas suffi à éponger les pertes dues aux positions longues en actions et en valeurs énergétiques ainsi qu'à l'exposition aux devises liées aux matières premières telles que le dollar australien ou canadien. Pour la plupart, les fonds macro systématiques ont été positionnés comme les CTA à moyen terme, même s'ils ont un peu moins souffert que ces derniers. La seule classe d'actifs qui se soit révélée problématique pour les CTA à court terme est celle des matières premières, contrairement aux CTA à moyen terme, qui sont parvenus à générer des gains sur *trading* en actions.

Nous estimons que ce regain de volatilité profitera au segment, notamment aux CTA à plus court terme, qui devraient tirer parti de cet environnement. Il convient toutefois de noter une corrélation inter-stratégies accrue en mai, d'où résulte une baisse du potentiel de diversification qu'offrent des placements simultanés dans ces quatre orientations stratégiques.



Ressources naturelles, matières premières

C'est la quasi totalité du secteur qui s'est inscrite en baisse en mai ; l'indice S&P GS Commodity Total Return perdait ainsi -13.2% sur le mois, le sentiment négatif sur l'Europe affectant la plupart des marchés. Le brut était en baisse de -17.4%, le zinc de -15.9%, l'aluminium de -9.7%, tandis que le maïs perdait -3.7%. Parmi les rares gains de cours en mai on compte le gaz naturel (+10.1%) et l'or (+2.7%). Les marchés des actions liées aux ressources naturelles étaient également en baisse, l'indice NYSE Energy affichant -12.75% et l'indice HSBC Global Mining -10.52%. Toutefois, les niveaux de rentabilité des gérants accusent une certaine disparité, essentiellement due à la directionnalité de leurs engagements. Les fonds dotés d'une exposition longue à l'énergie ont connu un mois difficile, comme l'illustre la correction du cours du brut WTI, dont l'amplitude maximale en mai a atteint USD 23.



Sources graphiques : Bloomberg

Comme indiqué, le cours de l'or était en hausse, l'attrait de l'or en tant que valeur refuge bénéficiant de l'intensification de la crise sur la dette souveraine européenne. En outre, l'or bénéficie encore d'une demande de l'industrie joaillière en hausse alors que l'offre ne progresse que lentement.

Ailleurs sur le front des métaux précieux, les expositions longues au palladium (cours spot en baisse de -14.5% en mai) et au platine (-10.1%) ont nui à la performance. Il faut toutefois noter que pour ces deux métaux, les fondamentaux restent plutôt encourageants, particulièrement du point de vue de l'offre. A l'instar d'autres actifs à risque, les cours des métaux de base ont également subi une sévère correction en mai, et une fois encore, certains gérants dotés d'une exposition longue au secteur, essentiellement motivée par de bons fondamentaux, en ont fait les frais. Malgré cet environnement difficile, quelques gérants sont parvenus à générer des performances positives sur l'ensemble du mois. Tel a été le cas pour les gérants actifs dans le segment céréalier, les produits agricoles de base ou même l'énergie, où l'arbitrage entre produits et sur les courbes des marchés à terme leur a permis d'enregistrer des gains.

Après les difficultés rencontrées en mai, certains gérants ont réduit leurs expositions directionnelles avant de réévaluer la situation actuelle (croissance mondiale, demande des marchés émergents, problèmes de dette souveraine, etc.) tandis que d'autres privilégient les transactions *Relative Value* qui devraient s'avérer moins sensibles aux mouvements de marché aussi violents que ceux observés récemment. Malgré quelques résultats négatifs sur la période parmi les gérants en matières premières, il convient d'observer qu'en comparaison avec les corrections subies par les indices, ces gérants ont su limiter leurs pertes.