

La question de la semaine

Hedge funds: quelles seront selon vous les stratégies gagnantes cette année?

Chaque semaine, «Le Temps» pose une question liée à l'actualité de la finance à trois spécialistes. L'investisseur y trouvera une diversité de points de vue experts et pourra se faire sa propre opinion sur l'opportunité d'un placement

«Nous surpondérons la stratégie globale macro»



David Palmans,
CIO, 3A S.A., membre du
Groupe Syz & Co

«Profiter du cycle des fusions et acquisitions»



Michael
U. Gerber, Ph.D.,
analyste Hedge Funds,
Fundana S.A.

«Perspectives toujours positives pour le long/short»



Emmanuel Tonoli,
Hedge Fund Advisor,
Union Bancaire Privée

Au regard de leur performance historique, 2004 fut une année moyenne pour les hedge funds, avec un rendement des indices de hedge funds variant entre +7% et +9%, suivant la référence choisie. Cette performance doit toutefois être jugée à l'aune de taux d'intérêt peu élevés, amenant naturellement une certaine compression des rendements. Par ailleurs, une revue détaillée de la performance des indices montre un résultat nettement supérieur pour les stratégies généralement directionnelles, tel l'investissement en «distressed securities» (+15%), en matières premières ou en actions de sociétés publiques (+15%). Ceci confirme, si nécessaire, l'érosion de la rentabilité des stratégies d'arbitrage qui cherchent à dégager une performance positive avec une exposition limitée aux risques de marché. De multiples facteurs expliquent cette diminution, notamment la concurrence accrue entre arbitragistes et la faible volatilité des marchés actions.

Ce phénomène a potentiellement comme désagréable conséquence de réduire le pouvoir de diversification d'un portefeuille diversifié de hedge funds au sein d'un portefeuille «traditionnel» composé d'actions et d'obligations. Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra dans les prochains mois, ce qui représente une contrainte majeure pour quiconque alloue du capital à des hedge funds avec un objectif de rendement absolu. Dans ce contexte, la sélection de gérants «spécialistes» et l'investisse-

ment dans des stratégies de niche nous semblent être particulièrement pertinents.

L'année 2005 débute sur une note mitigée. A fin février, les indices globaux de hedge funds montrent une performance de l'ordre de +1,1%, essentiellement réalisée en février du fait, entre autres, de la bonne performance des fonds Long Short Equity, particulièrement ceux dédiés aux marchés émergents. Le mois de mars s'annonce plus difficile, suite à l'accroissement des spreads de crédits, d'une volatilité accrue de l'euro-dollar et d'un recul généralisé des marchés actions. Il y a fort à parier que la majorité des indices de hedge funds termineront le mois dans le rouge.

A ce jour, sous l'hypothèse d'une croissance économique globale soutenue, notre objectif de rendement d'un profil multistratégie est de +7% à +10% nets. Notre allocation en termes de stratégies pour 2005 reste similaire à celle de 2004: 1) Surpondération en Global Macro Trading et Long Short Equity. Au sein de ce dernier segment, la diversification sectorielle et géographique est importante. Surpondération également des stratégies visant à bénéficier d'une volatilité accrue des spreads de crédits. 2) Neutralité en CTA, arbitrage sur convertible et arbitrage lié aux fusions - acquisitions. 3) Souspondération des stratégies donnant une exposition directe aux marchés du crédit («bank debts», «US public distressed bonds» et «high yield») et de l'arbitrage obligataire. **D. P.**

Les coupes agressives de L'année 2005 débute sur une note mitigée. A fin février, les indices globaux de hedge funds montrent une performance de l'ordre de +1,1%, essentiellement réalisée en février du fait, entre autres, de la bonne performance des fonds Long Short Equity, particulièrement ceux dédiés aux marchés émergents. Le mois de mars s'annonce plus difficile, suite à l'accroissement des spreads de crédits, d'une volatilité accrue de l'euro-dollar et d'un recul généralisé des marchés actions. Il y a fort à parier que la majorité des indices de hedge funds termineront le mois dans le rouge.

La réduction de la dette et donc du levier des sociétés a apporté une plus grande sécurité avec pour conséquence une baisse de la volatilité des marchés et un risque de crédit historiquement très bas. Cet environnement a produit d'excellentes performances en 2004 et début 2005 pour les stratégies liées au crédit, en particulier le Distressed et le High Yield. A l'inverse, le Convertible Arbitrage souffre toujours du manque de volatilité dans les marchés actions.

A moyen terme, on peut toutefois s'attendre à

quelques problèmes de crédit pour certaines sociétés qui ont été momentanément «sauvées» par les possibilités de refinancement à moindre coût.

Nous nous trouvons aujourd'hui dans une nouvelle phase du cycle CAPEX (dépenses d'investissement). Les entreprises affichent la volonté d'utiliser leurs réserves cash pour générer de la croissance. En résulte une forte vague de fusions et acquisitions qui devrait rester soutenue dans les prochains trimestres.

Les premiers à bénéficier de cette activité seront a priori les gérants de Risk Arbitrage et certains managers Long/Short Equity.

Dans le domaine du Risk Arbitrage, il serait toutefois préférable de privilégier les gérants qui ne se bornent pas qu'à l'approche classique de la stratégie, car celle-ci ne produit actuellement que de modestes rendements.

La stratégie de base est en effet pénalisée par le bas niveau des taux d'intérêt et un afflux immédiat d'argent imputable à une barrière d'entrée trop faible. **M. G.**

Les hedge funds commencent l'année 2005 avec une bonne performance générée principalement durant le mois de février. La plupart des stratégies alternatives ont, malgré un mois de mars difficile, offert des rendements positifs depuis le début de l'année, à l'exception des CTAs qui ne se sont toujours pas remis des pertes de janvier liées au rebond du dollar.

Les marchés, depuis la fin 2004, ont été marqués par une réévaluation du baril et par l'émergence des craintes inflationnistes. La banque centrale américaine a adapté son discours au fil des mois, sans remettre en cause sa politique de redressement mesuré des taux directeurs. Toutefois les commentaires de Greenspan ont engendré certaines tensions sur les taux longs.

Dans cet environnement, la surperformance est venue des «Long/Short Equities», en particulier des fonds spécialisés sur les ressources naturelles. Les fonds technologie ont connu des fortunes diverses, mais ceux spécialisés sur la biotech et la pharma ont souffert des scandales à répétition sur les effets secondaires d'un certain nombre de médicaments. Les gérants émergents ont malheureusement rendu une partie de leurs gains durant les prises de bénéfice du mois de mars. Les Global Macro ont réussi à rattraper

leurs pertes du mois de janvier en profitant d'un certain nombre d'opportunités: comme l'aplatissement de la courbe de taux et de la tendance haussière du pétrole. Les Arbitragistes ont eu un trimestre difficile suite aux variations des «spreads» de crédit. La détérioration du risque de crédit dans le secteur de l'automobile et surtout pour General Motor contaminé l'ensemble des obligations «Corporate». Les stratégies Event-Driven dans leur ensemble ont bien performé, même si les gains ont tendance à s'essouffler dans la partie «Distressed».

Les marchés financiers souffrent actuellement d'un manque de visibilité, suite à la baisse graduelle des perspectives de croissance par les économistes. L'année 2005 semble offrir certaines similitudes par rapport à 2004. Les perspectives restent positives sur les gérants long short même si les marchés actions pourraient subir une nouvelle compression de leur P/E. Les performances des gérants macro devraient être limitées par un manque de direction dans les marchés financiers. Nous restons prudents, mais positifs, sur l'arbitrage, bien que les arbitragistes de convertibles aient désormais un profil risque/rendement intéressant et pourraient représenter une opportunité d'investissement ces prochains mois. **E. T.**

PERFORMANCES DE L'INDICE HEDGE FUNDS «INVESTABLE» DE CSFB TREMONT

	2004	DEPUIS DÉBUT 2005
Indice investissable CSFB/Tremont	+5,24%	+0,17%
Sous-stratégies:		
Convertible arbitrage (arbitrage de convertibles)	+2,44%	-0,51%
Dedicated Short bias (privilège la vente à découvert)	-10,41%	+7,11%
Marchés émergents	+15,26%	+5,16%
Equity market neutral (faible corrélation aux actions)	+1,85%	+0,54%
Event-driven (événementiel)	+8,98%	+0,42%
Fixed income arbitrage (arbitrage taux fixes)	+3,56%	+0,52%
Macro global	+2,65%	+1,27%
Long/Short actions	+9,96%	+2,02%
Managed Futures (CTAs, gestion décorrélée basée sur les dérivés)	+1,20%	-6,97%
Multistratégies	+6,09%	+0,11%

Sources: Credit Suisse First Boston Hedge Index/Tremont