

Nous avons tenu, courant mars, notre comité trimestriel d'allocation tactique entre les différentes stratégies alternatives. Nous proposons de détailler ici les raisons qui nous poussent à sur- ou sous-pondérer certains thèmes d'investissement à horizon 6 mois :

mars-10	Stratégies	Perspective à 6 mois	Indice Investissable	Derniers 6 mois	année 2009	année 2008
ARBITRAGE	Arbitrage Sur Obligations Convertibles	--	HFRX Convertible Arbitrage Index	7.54%	42.46%	-58.37%
	Arbitrage de Credit Corporate	+	Lyxor LS Credit Arbitrage Index	18.24%	55.54%	-51.78%
	Arbitrage sur Actions	=	HFRX Equity Market Neutral Index	0.73%	-5.56%	-1.16%
	Arbitrage de Taux Souverains	+	Lyxor Fixed Income Arbitrage Index	6.97%	16.81%	-23.89%
EVENT DRIVEN	Arbitrage de Fusions Acquisitions	+	HFRX Merger Arbitrage Index	4.37%	8.14%	3.69%
	Dettes Distressed	++	HFRX Distressed Securities Index	10.02%	-5.60%	-30.69%
	Situations Spéciales Sur Actions	=	Lyxor Special Situations Index	4.02%	17.88%	-15.80%
GM / CTA	Trend Follower	-	Lyxor CTA Long Term Index	-1.87%	-9.35%	29.68%
	Trading Court Terme	=	Lyxor CTA Short Term Index	-7.31%	0.29%	9.64%
	Macro Discretionnaire	++	HFRX Macro Index	-1.26%	-8.78%	5.61%
LONG SHORT ACTION	Long Short sur Action - Pays Développés	=	HFRX Equity Hedge Index	0.87%	13.14%	-25.45%
	Long Short sur Action - Pays Emergents	+	Lyxor Emerging Markets Index	-5.15%	-5.55%	-38.22%

Arbitrages Sur Obligations Convertibles [- -] :

- La surperformance de 2009 a été portée par la contraction des spreads de crédit et par la baisse des taux plutôt que par un arbitrage de volatilité.
- Une classe d'actif soumise aux flux de capitaux. Cela se traduit par une faible corrélation entre la volatilité implicite des obligations convertibles et celle des options sous-jacentes. La visibilité sur la stratégie d'arbitrages est donc faible.
- Renchérissement du panier des obligations convertibles par rapport à leur valeur intrinsèque en 2009.

Arbitrage de Crédit Corporate [+] :

- Normalisation des marchés de crédit depuis le printemps 2009 avec la réouverture des marchés de capitaux (poursuite des volumes d'émissions record sur le marché primaire en 2010) et le retour de la liquidité.
- Avec la baisse des volatilités sur les marchés de crédit, les stratégies fondamentales de valeur relative reprennent tout leur sens.
- Des points d'entrée se dessinent en fonction des péripéties macro-économiques (par exemple impact de la Grèce en début d'année sur la volatilité du marché) pour les arbitrages de base, soit indices contre sous-jacents, soit obligations cash contre CDS.

Arbitrage Sur Actions [=] :

- Avec la baisse des volatilités sur les marchés d'actions, les stratégies fondamentales de valeur relative reprennent tout leur sens.
- En revanche, le recul observé de la dispersion des rendements entre les actions d'un même secteur est un facteur d'inquiétude pour la stratégie.
- Des thématiques sectorielles difficiles à jouer dans un contexte macro-économique incertain et faisant suite à une très forte hausse des indices boursiers.

Arbitrage de Taux Souverains [+] :

- La normalisation des spreads de taux (LIBOR OIS, TED Spread, Swap Spread...) est derrière nous, ce n'est donc plus un facteur de convergence positive mais une opportunité de couvrir les risques extrêmes à moindre frais.
- La poursuite des politiques monétaires à taux zéro maintient la volatilité à des niveaux faibles et permet de jouer le roll-down de la courbe.
- Le refinancement des dettes publiques conduit à des émissions massives et fréquentes et crée des opportunités d'arbitrages.

Arbitrage de Fusions-Acquisitions [+] :

- Un volume d'opérations en constante augmentation sur les 12 derniers mois.
- Des opérations saines car stratégiques et financées par du cash et donc moins risquées que les transactions de LBOs de la fin des années 2000.
- Une réduction du nombre d'acteurs sur la stratégie, notamment au niveau des comptes propres de banques.
- Et donc des rendements attendus toujours attractifs (spread résiduel annualisé de 5% à 12% après annonce de l'opération) en absolu mais surtout en relatif vis-à-vis des taux sans risque.

Dettes Distressed [++] :

- L'amélioration des conditions économiques favorise la restructuration des entreprises et les recouvrements de créances.
- La réouverture des marchés de capitaux permet le refinancement des dettes et explique en partie la baisse des taux de défaut et l'amélioration des notations de crédit.
- Cependant, les émetteurs de moins bonne qualité peinent à sortir de l'ornière et la disparition des structures de CLO ne permet plus de soutenir artificiellement ces emprunteurs. Ainsi, le gisement de dettes distressed devrait rester important dans les années à venir.

CTA Trend Follower [-] :

- La baisse de volatilité sur la majorité des marchés est négative pour la stratégie.
- Les marchés évoluent dans un couloir, ainsi les retournements de tendances sont fréquents et heurtent les modèles par activation trop fréquente des règles de « stop loss ».
- Pour faire face à ces difficultés, les fonds adoptent un profil défensif et diminuent leur niveau d'engagement (effet de levier réduit à son maximum).

CTA Court Terme [=] :

- De la même manière que pour les suiveurs de tendance, la baisse de volatilité pèse sur le potentiel de performance de la stratégie.
- En revanche, un marché sans réelle tendance est moins problématique pour cette stratégie qui traite sur des horizons de temps beaucoup plus courts (de l'intraday day à la semaine).
- Les modèles ont d'ailleurs, pour certains, l'objectif d'identifier les zones de retournement potentiel et de jouer les « trading range ».

Macro Discrétionnaire [++] :

- Les marchés de taux restent une source d'opportunités importante car le volume d'émissions gouvernementales des pays G3 pour 2010 s'annonce colossal. Les taux courts semblent, eux, bien ancrés dans leur zone basse, ce qui privilégie les stratégies de portage et de pentification.
- Les devises émergentes ont un fort potentiel de réévaluation contre le Dollar américain, le Yen et l'Euro qui souffrent des politiques de « Quantitative Easing » des banques centrales.
- Enfin, les matières premières devraient nous être bénéfiques car la croissance des pays émergents alimente la demande en énergie, métaux industriels et précieux.

Long Short sur Actions – Pays Développés [=] :

- Après le rebond massif des indices porté par les secteurs financiers et cycliques en 2009, nous attendons un retour des fondamentaux et plus de discrimination entre les valeurs. Cela devrait se traduire par une surperformance des stratégies de « stock-picking ».
- Les perspectives moroses sur la reprise économique en Europe et aux Etats-Unis, ainsi que la persistance de poches de risques extrêmes (dettes publiques, politiques monétaires et fiscales, marché immobilier etc...) ne militent cependant pas pour une sur exposition à la stratégie à ce stade du cycle de reprise.

Long Short sur Actions – Pays Emergents [+] :

- La croissance des pays émergents ne se dément pas et se traduit par des flux de capitaux entrants et une revalorisation des actifs financiers.
- L'exposition nette longue au marché est en augmentation et permet de capter une part significative du potentiel de hausse de la zone émergente tout en limitant le risque de baisse.

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 tenu 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.