Alpha Report - Revue de l'industrie des hedge funds

06 mai 2014

Des performances globalement décevantes, mais... ..... p.2

... très hétérogènes p.3

Focus : les CTAs à la dérive p.4

Retour sur notre positionnement tactique de début d'année p.5

Quelles sont les perspectives pour les mois à venir ? p.6

Conclusions : quelles stratégies favoriser ? p.7

ORION Financial Partners

Guillaume Monarcha
Responsable de la Recherche

Des performances globalement décevantes…

Avec une performance estimée à +1%, les *hedge funds* ont clôturé le premier trimestre en retrait des principales classes d'actifs (**tableau 1**, **tableau 2**), à l'exception des actions émergentes conjointement pénalisées par un cycle défavorable (Amérique Latine, Asie) et la par crise russo-ukrainienne. Les premières estimations des performances pour le mois d'avril (-0,73% pour l'indice indice HFRX Global) confirment cette tendance.

Tableau 1 : Performances des *hedge funds*

	mars 2014	févr 2014	janv 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Global	**-0.5%**	**1.8%**	**-0.4%**	**1.0%**	**9.3%**	**6.3%**	**-4.5%**	**9.0%**
HFRI Fund weighted index	-0.3%	2.0%	-0.5%	1.1%	9.1%	6.4%	-5.3%	10.2%
CSFB/T Hedge fund index	-0.5%	1.7%	-0.3%	0.9%	9.7%	7.7%	-2.5%	10.9%
HFRI Fund of Funds	-0.8%	1.6%	-0.4%	0.4%	9.0%	4.8%	-5.7%	5.7%
Long/Short Equity	**-0.8%**	**2.7%**	**-0.5%**	**1.4%**	**16.0%**	**7.8%**	**-7.8%**	**9.9%**
CSFB/T Long/Short Equity	-1.2%	2.9%	-0.1%	1.6%	17.7%	8.2%	-7.3%	9.3%
HFRI Equity Hedge	-0.4%	2.6%	-1.0%	1.2%	14.3%	7.4%	-8.4%	10.5%
HFRI Quant Directional	-0.2%	2.9%	-1.7%	0.9%	11.0%	7.2%	-7.2%	8.8%
Emerging Markets	**-0.9%**	**1.9%**	**-2.4%**	**-1.5%**	**7.1%**	**10.3%**	**-10.3%**	**11.4%**
CSFB/T Emerging Markets	-1.5%	1.8%	-2.3%	-2.0%	8.8%	10.3%	-6.7%	11.3%
HFRI Emerging Markets	-0.2%	1.9%	-2.6%	-0.9%	5.5%	10.4%	-14.0%	11.4%
Event Driven	**-0.1%**	**2.3%**	**0.1%**	**2.3%**	**14.0%**	**9.8%**	**-6.2%**	**12.2%**
CSFB/T Event Driven	-0.1%	2.7%	0.3%	2.9%	15.5%	10.6%	-9.1%	12.6%
CSFB/T Distressed	0.6%	2.0%	0.4%	3.1%	16.0%	11.8%	-4.2%	10.3%
CSFB/T Risk Arbitrage	-0.7%	0.9%	0.5%	0.7%	4.9%	2.8%	0.8%	3.2%
CSFB/T Multi-strategy	-0.5%	3.1%	0.2%	2.8%	15.3%	10.1%	-12.0%	14.4%
HFRI Event Driven	0.0%	1.8%	0.0%	1.8%	12.5%	8.9%	-3.3%	11.9%
HFRI Distressed	0.5%	2.1%	0.1%	2.8%	14.0%	10.1%	-1.8%	12.1%
HFRI Merger Arbitrage	-0.3%	1.0%	0.0%	0.6%	4.7%	2.8%	1.5%	4.6%
Equity Market Neutral	**-0.2%**	**0.6%**	**0.1%**	**0.5%**	**7.9%**	**1.9%**	**1.2%**	**1.0%**
CSFB/T Equity Market Neutral	-0.6%	0.3%	0.1%	-0.3%	9.3%	0.9%	4.5%	-0.8%
HFRI Equity Market Neutral	0.2%	1.0%	0.0%	1.3%	6.5%	3.0%	-2.1%	2.9%
Convertible Arbitrage	**0.1%**	**0.7%**	**1.5%**	**2.3%**	**7.0%**	**8.2%**	**-2.0%**	**12.1%**
CSFB/T Convertible Arbitrage	0.2%	0.1%	2.1%	2.5%	6.0%	7.8%	1.1%	11.0%
HFRI Convertible Arbitrage	0.1%	1.2%	0.8%	2.1%	8.0%	8.6%	-5.2%	13.3%
Fixed-Income Arbitrage	**0.4%**	**0.9%**	**0.8%**	**2.1%**	**4.7%**	**11.0%**	**2.8%**	**12.2%**
CSFB/T Fixed Income Arbitrage	0.4%	0.7%	1.0%	2.1%	3.8%	11.0%	4.7%	12.5%
HFRI Fixed Income - Corporate	0.4%	1.1%	0.6%	2.1%	5.7%	11.0%	0.8%	11.8%
HFRI Fixed Income - ABS	0.9%	1.0%	1.2%	3.2%	9.9%	17.1%	6.0%	12.9%
Global Macro	**-0.7%**	**1.0%**	**-0.9%**	**-0.6%**	**1.9%**	**2.3%**	**1.1%**	**10.8%**
CSFB/T Global Macro	-0.2%	0.7%	-1.1%	-0.6%	4.3%	4.6%	6.4%	13.5%
HFRI Macro	-1.1%	1.4%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.1%	-4.2%	8.1%
CTAs	**-1.7%**	**1.3%**	**-2.5%**	**-2.9%**	**-1.7%**	**-2.7%**	**-3.9%**	**11.0%**
CSFB/T Managed Futures	-1.8%	0.9%	-3.4%	-4.3%	-2.6%	-2.9%	-4.2%	12.2%
HFRI Macro - Systematic	-1.6%	1.7%	-1.6%	-1.6%	-0.9%	-2.5%	-3.5%	9.8%
CSFB/T Multi-Strategy	-0.3%	1.4%	0.8%	2.0%	11.2%	11.2%	1.8%	9.3%

Sources : Bloomberg , Orion Financial Partners

Tableau 2 : Performances des principales classes d'actifs

	mars 2014	févr 2014	janv 2014	2014	2013	2012	2011	2010
Actions US	0.7%	4.7%	-3.4%	1.8%	32.6%	16.1%	2.0%	15.4%
Actions Euro	0.4%	4.5%	-2.6%	2.1%	23.8%	21.1%	-12.9%	1.6%
Actions Japon	-0.3%	-0.5%	-6.7%	-7.4%	54.8%	21.8%	-18.6%	0.7%
Actions Asie émergente	1.4%	3.3%	-4.8%	-0.2%	2.3%	21.2%	-17.2%	19.4%
Actions Europe de l'Est	-2.1%	0.9%	-8.9%	-10.0%	1.4%	18.7%	-21.3%	16.3%
Actions Amérique Latine	8.8%	1.9%	-9.4%	0.4%	-13.2%	8.9%	-19.1%	14.9%
Obligations gov. Allemagne	0.4%	0.1%	2.4%	3.0%	-2.4%	4.5%	10.3%	7.2%
Obligations gov. US	-0.4%	0.3%	2.3%	2.2%	-5.0%	2.9%	13.9%	7.5%
Obligations émergentes	1.3%	3.4%	-0.9%	3.7%	-5.8%	18.3%	8.1%	12.5%
High Yield Euro	0.7%	1.7%	0.6%	3.0%	10.1%	27.2%	-2.5%	14.3%
High Yield US	0.2%	2.0%	0.7%	3.0%	7.4%	15.6%	4.4%	15.2%
JPY/USD	-1.3%	0.3%	3.2%	2.1%	-17.7%	-11.2%	5.5%	14.8%
AUD/USD	3.9%	1.9%	-1.9%	3.9%	-14.0%	1.7%	-0.2%	14.0%
GBP/USD	-0.4%	1.9%	-0.8%	0.7%	2.0%	4.5%	-0.4%	-3.3%
EUR/USD	-0.2%	2.3%	-2.2%	-0.1%	4.5%	1.8%	-3.2%	-6.6%
Energie	-1.2%	3.7%	-2.0%	0.5%	5.1%	-1.4%	4.9%	1.9%
Métaux industriels	-2.4%	1.3%	-4.3%	-5.3%	-12.9%	1.4%	-22.3%	16.7%
Métaux précieux	-3.4%	7.1%	2.5%	6.1%	-29.8%	6.2%	6.6%	34.5%
Softs	7.5%	9.3%	-1.3%	15.9%	-18.0%	6.5%	-15.9%	34.2%
Pente US (variation, pb)	-4.5	34.6	-51.7	-21.6	4.4	31.8	-53.3	18.9
Pente Euro (variation, pb)	0.6	3.0	-26.5	-22.9	18.5	21.3	-54.3	13.1
VIX	13.9%	14.0%	18.4%	0.2% (var)	-4.3% (var)	-5.4% (var)	5.7% (var)	-3.9% (var)

Sources : Bloomberg , Orion Financial Partners

… mais hétérogènes.

Les performances mitigées des indices globaux masquent des différences significatives entre les performances des différentes stratégies. En haut du spectre, nous retrouvons les stratégies d'*Event Driven* et de *Convertible Arbitrage*, qui ont conjointement bénéficié d'une exposition favorable à la dette *high yield*, ainsi que de la bonne tenue des marchés actions développés. Du côté des stratégies de *Fixed Income Arbitrage*, nous distinguons les gérants *distressed* qui ont bénéficié d'un *recovery* significatif sur le segment des ABS, des gérants de dette *corporate* dont les marges d'arbitrage, bien que significatives, sont restées en retrait. Suivent les stratégies *Long/Short Equity* qui, malgré la performance en demi-teinte des marchés actions et les tensions persistantes sur les marchés émergents affichent une performance moyenne en ligne avec celle des actions Euro et US. Au-delà du seul support directionnel, les gérants actions ont également bénéficié d'une dispersion actions toujours significative (**graphique 11**), au même titre que les gérants *Equity Market Neutral*.

En bas de tableau, les gérants *Emerging Markets* ont été logiquement pénalisés par des cycles macroéconomiques toujours défavorables (particulièrement en Chine, **graphique 4**) et par la crise russo-ukrainienne. En bas de tableau, les CTAs entament une quatrième année difficile avec une performance trimestrielle de -2,9%. Nous consacrons un focus à cette stratégie dans le point suivant.

Ces divergences dans les trajectoires de performance nous rappellent une fois de plus qu'il ne faut pas considérer les *hedge funds* comme une classe d'actifs (ce qu'ils ne sont pas), mais comme un ensemble de stratégies hétérogènes bénéficiant de vecteurs de performance distincts. Cette hétérogénéité des performances est également présente au sein des différentes

stratégies, entre les fonds individuels (voir **annexe 1**). Ces deux points rappellent l'importance des processus de sélection *bottom-up* (sélection des fonds) et *top-down* (sélection des stratégies) pour la gestion des allocations de *hedge funds*.

Focus : les CTAs à la dérive

Depuis mi-2011, les CTAs affichent une perte cumulée estimée entre -10,6% (indice HFRI macro systematic) et -16,8% (indice Credit Suisse *Managed Futures*). Pour le seul premier trimestre de cette année, ils affichent un *drawdown* de près de 3% (**tableau 1**), qui devrait s'accentuer en avril (-0,66% pour l'indice HFRX CTA).

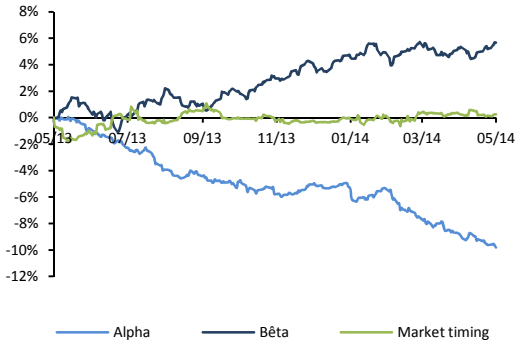
D'où provient cette contreperformance ? Nous décomposons usuellement la performance des *hedge funds* en trois vecteurs :

- le bêta, à savoir la performance provenant d'une exposition passive aux risques systématiques (aux marchés) ;
- l'alpha, généré par le *stock picking* et l'arbitrage ;
- le *market timing*, issu de la capacité des gérants à anticiper les grandes tendances de marché.

Contrairement aux stratégies d'arbitrage, le mandat des CTAs n'est pas nécessairement de générer de l'alpha, mais de tirer profit des tendances haussières comme baissières (*market timing*), sur les grandes classes d'actifs (actions, taux, devises et de matières premières).

Le **graphique 1** résume les résultats issus de l'analyse quantitative des performances de l'indice HFRX *Macro Systematic* CTA depuis mai 2013[1]. En premier lieu, nous constatons les expositions moyennes aux risques de marché (bêta) ont généré une performance significative en 2013, mais plus depuis le début de l'année. D'autre part, l'alpha généré par les gérants est négatif. Ce point n'est pas problématique en soi, dans la mesure où de nombreuses études académiques montrent qu'un alpha systématiquement négatif fait partie intégrante de la genèse de la performance des CTAs[2]. Nous pouvons assimiler ces pertes récurrentes à des « coûts d'opportunités », induits par des activations/désactivations successives de positions lorsque les tendances ne sont pas robustes ou par le déclenchement de stop-loss à très court terme (*intraday*).

Graphique 1 : Décomposition de la performance cumulée des CTAs (mai 2013 - mai 2014)



Source : Orion Financial Partners

Le premier point inquiétant que nous relevons est l'accélération des « coûts d'opportunité » (pertes imputables à l'alpha) depuis le début de l'année. Le second est que les CTAs n'ont, en moyenne, pas généré de *market timing* sur cette même période.

Comment expliquer l'absence de *market timing* ? D'un point de vue théorique, le *market timing* permet de tirer profit du *momentum* des marchés, i.e. de la force exercée par l'évolution récente des prix des actifs sur les anticipations des investisseurs, indépendamment de l'évolution des fondamentaux. Nous sommes ici dans le domaine de la finance comportementale[3], décrivant des phénomènes endogènes au marché. Par exemple,

[1] Analyse multifactorielle dynamique (filtre de Kalman) des performances de quotidiennes de l'indice. Les facteurs sont similaires aux variables de marché listées dans le **tableau 2**.

[2] Fung et Hsieh [2001] assimilent par exemple l'alpha négatif des CTAs à une prime payée pour accéder à un payoff de type *loockback straddle*.

[3] Champ d'étude visant notamment à décrypter les comportements moutonniers, la création et l'éclatement des bulles spéculatives.

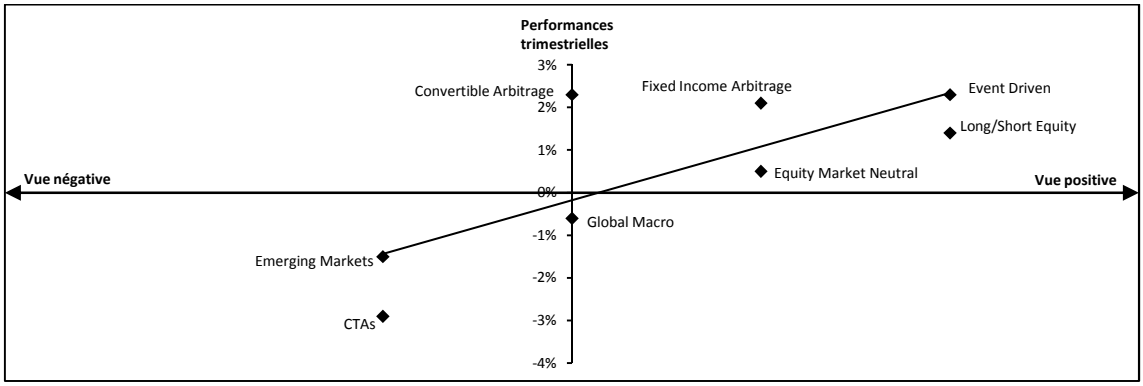
dans le cas d'un *momentum* haussier, la hausse des cours alimente la demande des investisseurs, qui alimente à son tour la hausse des cours... En l'absence de perturbations exogènes, ce type de spirale peut conduire à la formation de tendances propices aux CTAs. Or aujourd'hui, les politiques monétaires non conventionnelles menées aux Etats-Unis (*quantitative easing* et *tappering*) et plus récemment au Japon (*abenomics*), ont un impact particulièrement important sur les cours des actions (très réactifs à la liquidité injectée par les banques centrales), les taux (impact direct sur les courbes de rendement, notamment sur le marché US) et les devises (guerre des changes implicite). Si l'on ajoute à cela le frein que constitue le ralentissement des pays émergents sur les cours des matières premières et le tarissement du « vecteur taux », nous comprenons que le contexte de marché actuel pénalise significativement les CTAs.

Retour sur notre positionnement tactique de début d'année

En début d'année[i], nous émettions des vues tactiques sur les différentes stratégies de *hedge funds*, basées sur un scénario macroéconomique consensuel et un ensemble d'indicateurs quantitatifs. Le scénario était basé sur (i) la poursuite de la déconnexion entre les cycles économiques des pays développés et des pays émergents et (ii) la persistance des tensions sur les courbes de taux induite par le ralentissement du programme de rachat de la FED. Nos indicateurs quantitatifs mettaient en avant (i) un niveau d'aversion au risque contenu, notamment sur le segment du crédit *high yield*, (ii) une volatilité actions particulièrement sensible aux incertitudes macroéconomiques, (iii) la normalisation de la structure de corrélation *cross-assets* et (iv) le retour à un régime fondamental (sortie du régime *risk on/risk off*).

Globalement, notre scénario tactique a permis d'identifier les bonnes trajectoires pour les différentes stratégies (**graphique 2**), positives (*Event Driven*, *Long/Short Equity*, *Fixed Income Arbitrage*, *Equity Market Neutral*) comme négatives (CTAs, *Emerging Markets*). Notons toutefois l'exception des fonds *Convertible Arbitrage*, pour lesquels nous avions sous-estimé la force du vecteur *high yield*.

Graphique 2 : Performances des stratégies durant le premier trimestre vs. recommandations émises en début d'année

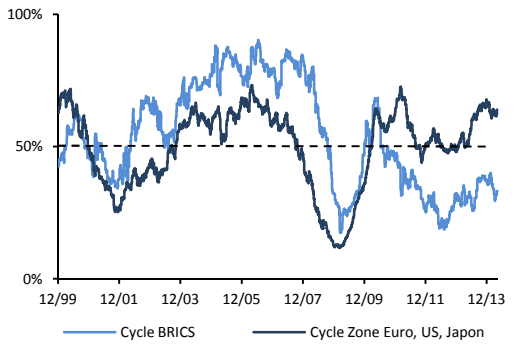


Source : Orion Financial Partners

Quelles sont les perspectives pour les mois à venir ?

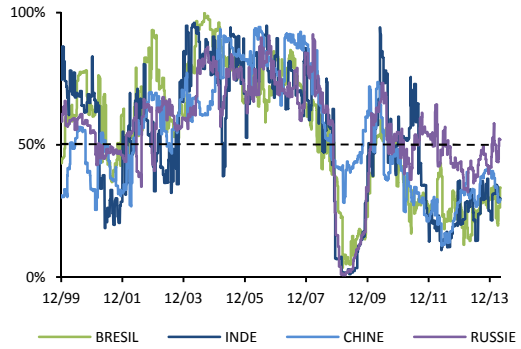
D'un point de vue purement macroéconomique, l'avantage est toujours aux pays développés. La phase de découplage avec les cycles relatifs des grands pays émergents devrait persister (**graphique 3**). Si le plus fort du ralentissement semble avoir été marqué en Amérique Latine (Brésil, **graphique 4**), la situation continue de se détériorer en Chine et en Inde. Par ailleurs, si les fondamentaux Russes sont relativement plus favorables, la situation géopolitique de la zone constitue un frein fort. Du côté des pays développés, nous mettons particulièrement l'accent sur l'amélioration du cycle Européen (**graphique 5**).

Graphique 3 : Cycles relatifs des pays développés et émergents



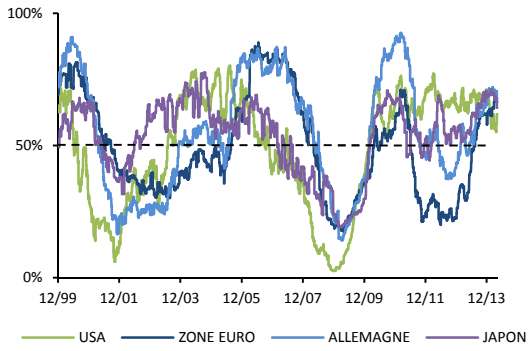
Source : Orion Financial Partners

Graphique 4 : Cycles relatifs des pays émergents (BRICs)



Source : Orion Financial Partners

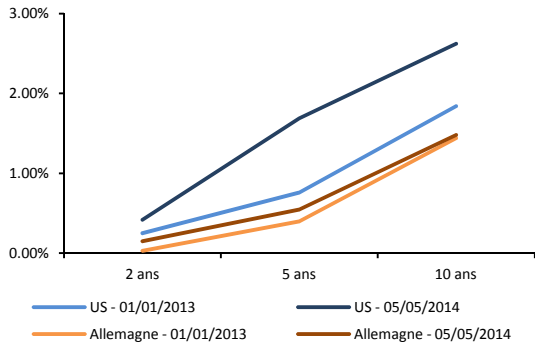
Graphique 5 : Cycles relatifs des pays développés



Source : Orion Financial Partners

D'autre part, la *forward* guidance de la FED et la bonne réaction des marchés aux derniers chiffres macroéconomiques plaide pour une remontée progressive des taux US, qui sont restés relativement stables durant le premier trimestre (**graphique 6**).

Graphique 6 : Evolution des courbes de taux Euro et US



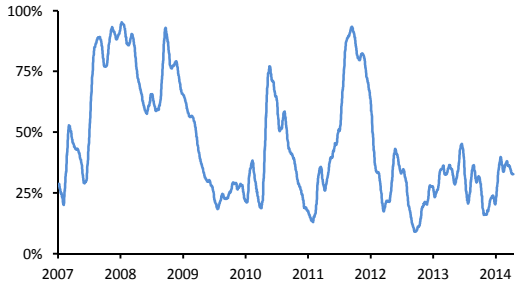
Source : Bloomberg

En revanche, la courbe de taux allemande – proches de son niveau de début 2013 – sera plus sensibles à l'évolution du contexte de marché Avantage donc aux taux US comme valeur refuge.

D'un point de vue comportemental, l'appétit pour le risque des investisseurs est toujours favorable aux actifs risqués (**graphique 7**). Face à une volatilité actions « volatile », la bonne résistance des *spreads high yield* aux récents chocs de marché constitue, de notre point de vue, le

vecteur central du régime de marché actuel (**graphique 8**).

Graphique 7 : IRM Orion



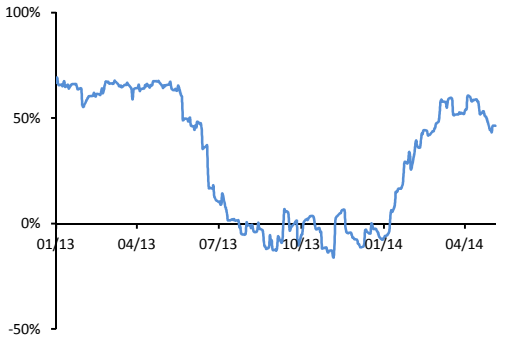
Source : Orion Financial Partners

Autre point plaidant pour la stabilité du régime de marché, la corrélation actions/taux est de nouveau encrée en zone positive et tend à se détendre depuis quelques semaines (**graphique 9**). Cela traduit implicitement que les marchés de taux (US notamment) sont bien positionnés pour jouer leur rôle de valeur refuge en cas de choc de marché.

Graphique 8 : Evolution des spreads high yield

Source : Merrill Lynch, Bloomberg

Graphique 9 : Corrélation actions/taux



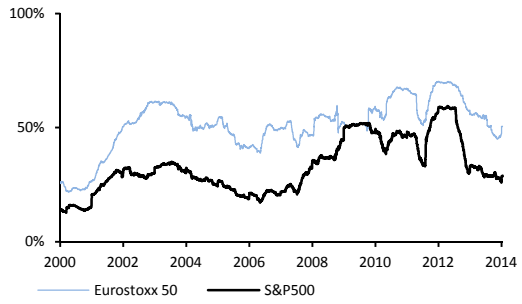
Source : Orion Financial Partners

Graphique 10 : Indicateur *risk on / risk off*

Source : Orion Financial Partners

Enfin, d'un point de vue technique, la persistance du recul de la corrélation cross assets – qui atteint des plus bas depuis mi 2008, **graphique 10** – marque la fin du régime *risk on / risk off* qui a caractérisé les marchés ces dernières années. Ce point donne implicitement davantage d'importance aux problématiques fondamentales. Ce constat est confirmé par la baisse continue de la corrélation cross-actions (en Europe comme aux Etats-Unis, **graphique 11**), ce qui constitue un vecteur robuste pour les *stock pickers*.

Graphique 11 : Corrélation cross-actions



Source : Orion Financial Partners

Conclusion : quelles stratégies favoriser ?

Dans ce contexte, nous restons positifs sur les stratégies à biais long actions et crédit (*high yield*), à savoir les stratégies *Long/Short Equity*, *Event Driven* (*Distressed Securities* en particulier). Nous passons de neutres à positifs sur les fonds *Convertible Arbitrage*, à l'exception des gérants focalisés sur l'arbitrage de volatilité (segment des convertibles « à la monnaie ») pour lesquels notre

vue est négative. Nous somme également positifs sur les stratégies d'arbitrage actions (*Equity Market Neutral*) et taux (*Fixed Income Arbitrage*), pour lesquelles la dispersion intra-marchés sera un vecteur de performance significatif. Si nous restons neutres sur les stratégies *Global Macro* (trop de dispersion entre les gérants, *fund picking* indispensable), nous restons en retrait des stratégies *Emerging Markets* (cycle toujours défavorable, à l'exception peut-être de l'Amérique Latine dont le cycle semble être plus avancé) et des CTAs, actuellement confrontés à un contexte défavorable (cf. focus).

Annexe 1 : Performances des fonds individuel, premier trimestre 2014

Tableau A1 : Répartition des performances trimestrielles

	n	<-8%	[-10%-8%[	[-8%-6%[	[-6%-4%[	[-4%-2%[	[-2%0%[	[0%2%[	[2%4%[	[4%6%[	[6%8%[	[8%10%[	>10%
Event Driven	137	3%	0%	1%	6%	0%	8%	31%	28%	9%	7%	1%	6%
Long/Short Equity Hedge	949	2%	1%	2%	7%	8%	16%	24%	14%	11%	5%	2%	7%
Equity Market Neutral	109	2%	0%	0%	1%	8%	8%	45%	18%	3%	6%	2%	7%
Fixed Income Arbitrage	116	0%	1%	0%	0%	6%	16%	30%	40%	4%	2%	1%	1%
Multi-Strategy	1103	2%	1%	1%	2%	6%	14%	42%	23%	3%	1%	1%	4%
Convertible Arbitrage	74	0%	0%	0%	0%	1%	7%	27%	55%	5%	0%	0%	4%
Global Macro	277	4%	5%	2%	5%	12%	14%	34%	14%	3%	0%	1%	6%
Emerging Markets	267	8%	2%	4%	4%	15%	23%	13%	8%	4%	3%	4%	11%
Managed Futures	310	4%	3%	4%	9%	18%	19%	21%	12%	4%	2%	1%	4%
Fonds de fonds	1853	2%	1%	1%	3%	8%	26%	43%	11%	1%	1%	1%	2%

Source : Orion Financial Partners

Tableau A2 : Statistiques des performances trimestrielles

	Moyenne indices	*Fonds individuels*										
		Moyenne fonds indiv.	%positifs	Q10	Q25	Médiane Q50	Q75	Q90	Pire mois (moyenne)	Meilleur mois (moyenne)	Dispersion	Volatilité moyenne
Event Driven	**2.3%**	**1.8%**	80%	-4.3%	0.6%	1.9%	3.6%	6.4%	-1.1%	2.2%	4.5%	6.0%
Long/Short Equity Hedge	**1.4%**	**1.2%**	61%	-4.5%	-1.1%	0.7%	3.4%	6.4%	-2.2%	3.0%	5.3%	9.5%
Equity Market Neutral	**0.5%**	**1.7%**	77%	-2.4%	0.3%	1.3%	2.2%	6.1%	-1.1%	2.1%	4.4%	6.0%
Fixed Income Arbitrage	**2.1%**	**1.4%**	77%	-1.5%	0.2%	1.7%	2.5%	3.3%	-0.1%	1.1%	2.3%	2.1%
Convertible Arbitrage	**2.3%**	**1.9%**	88%	0.0%	0.9%	2.5%	2.5%	3.3%	-3.3%	4.2%	1.5%	13.1%
Global Macro	**-0.6%**	**-1.0%**	54%	-7.1%	-2.3%	0.2%	1.6%	2.6%	-2.2%	1.5%	5.9%	6.7%
Emerging Markets	**-1.5%**	**-0.6%**	39%	-8.1%	-2.8%	-1.0%	2.2%	8.2%	-3.1%	2.5%	6.7%	10.3%
Managed Futures	**-2.9%**	**-0.8%**	43%	-6.3%	-2.8%	-1.2%	1.6%	3.5%	-2.9%	2.8%	4.6%	10.3%
Fonds de fonds	**0.4%**	**-0.3%**	58%	-3.0%	-0.8%	0.3%	1.2%	2.4%	-1.6%	1.5%	4.5%	5.7%

Source : Orion Financial Partners

[i] « *Hedge funds* - Bilan 2013, Perspectives 2014 », Orion Financial Partners.