

## La chronique des hedge funds

# Climat favorable au stock-picking aux Etats-Unis

Olivier Bézégues \*

Si beaucoup prétendent que 2005 aura été une année difficile pour les hedge funds, il n'en reste pas moins qu'elle aura été favorable à toutes les stratégies reposant sur l'achat ou la vente à découvert d'actions aux Etats-Unis. Les *stocks pickers* (sélectionneurs de titres) qui utilisent une approche fondamentale dans leur style d'investissement ont retrouvé des couleurs après des années 2003 et 2004 qui n'ont pas été si simples que cela pour la génération d'alpha malgré ce que l'on pourrait croire. Nous retrouvons les gérants qui favorisent cette approche dans les deux stratégies suivantes: Long/Short et Short Selling.

Quels facteurs ont favorisé le succès de ces stratégies? En premier lieu, nous avons observé en 2005 un accroissement de la dispersion des rendements au sein des grands indices actions américains. L'augmentation de la dispersion intra-sectorielle a permis aux gérants utilisant le *pair trading* de tirer profit de cela.

L'augmentation de la dispersion intersectorielle a vu certains secteurs surperformer fortement d'autres. Les gérants spécialisés dans la rotation sectorielle ont bénéficié à ce titre d'un environnement passablement favorable. Les valeurs pétrolières du S & P 500 ont surperformé de 75% les titres de l'industrie automobile. En second lieu, la corrélation à court terme entre indices Small Caps et Big Caps a commencé à se réduire. On avait atteint une corrélation à 6 mois proche de 1 à la mi-2003 quand le rally sur les actions américaines battait son plein. Enfin, les diverses secousses observées sur le marché du crédit américain ont aussi participé à la dispersion croissante des rendements et à la hausse de la volatilité à court terme.

Sur le terrain macroéconomique, la hausse des taux en 2005 a contraint les utilisateurs de financement bon marché à réduire considérablement la voilure de leur portefeuille. Il semble que le rally des actions américaines connu en 2003 fasse partie du passé et que la contraction de la liquidité soit désormais le

paradigme, bien que beaucoup d'incertitudes subsistent encore à cet égard. Incertitude qui devrait être facteur de volatilité additionnelle sur les marchés actions en 2006. De plus, la hausse du prix du pétrole a mis sous pression les marges de nombreuses sociétés qui ont répercuté cette hausse sur leurs coûts fixes et parfois sur leurs produits finis. Les nombreux avertissements sur les bénéfices qui en ont résulté ont été autant d'opportunités pour les gérants sachant vendre les bons titres à découvert.

Ces conditions ont profité aux gérants à biais short. Les indices de cette stratégie comme le Short Selling CSFB Dedicated Short Bias et le HFRI Short Selling sont respectivement en hausse de 20,84% et 10,65% à fin octobre. Le fait que l'indice S & P 500 à cette même date n'était en baisse que de 0,39% montre bien à quel point les éléments décrits auparavant auront été bénéfiques à la stratégie et à quel point cette performance générée est bien une performance absolue. Le contexte incertain pour 2006, et le rôle de couverture de portefeuille de cette stratégie la place

en position favorable.

Dans le même esprit, les authentiques gérants Long/Short, à savoir ceux qui arrivent à générer du rendement autant du coté short que du coté long du portefeuille de façon persistante, auront pu tirer parti des mêmes éléments. L'indice HFRI Equity Hedge était en hausse de 5,93% fin octobre. Il faut noter que dans cette classe d'actifs la dispersion des rendements des gérants étant très importante, le quartile supérieur affiche des performances supérieures à 10%, quand la majorité des fonds ne présentent que des performances médiocres pour l'année. De nombreux fonds établis ayant prouvé leur qualité participent à ce quartile supérieur, alors que les fonds les plus récents participent aux quartiles inférieurs.

Finalement, les conditions de marché que nous avons cette année aux Etats-Unis sont véritablement des conditions cadres idéales pour évaluer les qualités de *stock picker* et les capacités alternatives d'un gérant.

\* Analyste financier CIIA