

## CTAS

# Place aux grands «pros»!

Les CTAs dominent le marché et éliminent impitoyablement les amateurs. Nous entrons dans une phase d'inefficiences relativement durables, où les volumes et les flux influencent les cours bien davantage que les fondamentaux. Explications.

«**L**a crise, pour reprendre les mots d'Attali, représente en réalité un déplacement d'un point d'équilibre vers un autre», affirme Marc Mayor, gérant de fortune, fondateur de Inside Alpha, et dont les résultats 2008, qui dépassent les 40%, sans levier ni risque de marché (stratégie market neutral), sont les meilleurs qu'il ait enregistrés depuis 2003 (en 2009, à fin janvier, sa progression est de 10%, performances non auditées). Selon lui, nous entrons dans un marché gouverné par les plus forts, et en particulier les CTAs. «*Tout le monde veut du quantitatif, tout le monde joue sur les mêmes algorithmes, par conséquent tout le monde enregistre au même moment les mêmes flux. Ceci implique deux choses. D'une part, ce sont les volumes qui déterminent les cours. D'autre part, ce mode de gestion signe la condamnation de l'artisanat traditionnel: il n'y a de place que pour un travail non optimisé à l'extrême.*»

### Un marché sans pitié

Prenant l'exemple de l'indice S&P, Marc Mayor rappelle, en effet, que les ETFs représentent aujourd'hui, grosso modo, la moitié du volume des transactions sur cet indice, et que si on ajoute à cette gestion passive le «program trading», également très important, il apparaît très clairement que ce sont ces transactions, et non pas l'analyse fondamentale, qui font bouger les marchés. Ce mouvement en faveur des gros volumes va encore s'accroître car les investisseurs ne veulent plus de stratégies en valeur relative, du fait de leur faible liquidité. Dans quoi ces investisseurs vont-ils se repositionner? «*Le dollar n'a plus d'intérêt puisqu'il ne propose plus de rendement. Par conséquent, les investisseurs vont vers les marchés très liquides comme ceux que travaillent précisément les CTAs*», explique Marc Mayor. Aujourd'hui, ces gérants représentent environ un tiers

des montants investis dans les hedge funds et leur poids devrait fortement augmenter. Cette évolution ne doit pas être ignorée car «*le CTA représente un jeu à somme nulle, à savoir que lorsqu'il y a gain d'un côté, il y a perte de l'autre. Cela signifie que, dans un marché dominé par ce type de gérants, les investisseurs les plus faibles risquent de se trouver fortement secoués, voire éliminés, car il n'y a pas plus impitoyable qu'un CTA*», estime Marc Mayor. Il illustre son propos à l'aide de l'exemple suivant: «*La SEC a mis en place une législation selon laquelle le client doit toujours avoir le meilleur prix. En réalité, les prix bougent tellement vite qu'il n'est même plus possible de les lire. Les CTA utilisent donc toute leur puissance informatique pour faire de l'arbitrage.*»

### Le temps du poker

Dans ce contexte, comment espérer dégager des plus-values? Pour Marc Mayor, une solution consiste à «*considérer le marché comme une table de poker et à mettre les fondamentaux au second plan*». Il convient donc de se poser les questions suivantes: Qui est le joueur qui dispose d'un avantage? De

«**Nous devons considérer le marché comme une table de poker et mettre les fondamentaux au second plan**»

MARC MAYOR – INSIDE ALPHA

quel côté de la transaction se place-t-il? Cette approche «poker» ne dispense toutefois pas d'une bonne analyse fondamentale, qui va chercher à déterminer quels sont les catalyseurs d'un changement de tendance. Au niveau microéconomique, Marc Mayor explique: «*Il faut travailler sur l'analyse d'une*



Qui seront les pigeons?

entreprise comme un beau-père examinerait son futur gendre et chercher le déclencheur qui fera que le marché va, tout à coup, comprendre qu'un titre est sur- ou sous-évalué, ceci en tenant bien compte du fait que la mécanisation de la gestion favorise le plus gros ou le plus rapide.»

Où va la gestion d'actifs? «*Il faut un Chief Insider Officer et/ou tout mettre sur les trois à cinq plus gros CTAs de la planète car il est fort probable que les inefficiences perdurent, du fait que les acteurs qui ne travaillent pas directement à partir des fondamentaux enregistrent un afflux d'argent dans leurs stratégies. Cela dit, il est devenu beaucoup plus difficile de gagner un franc aujourd'hui que ce n'était le cas ces dernières années, d'autant plus que nous sommes dans une phase qui va tendre à éliminer les amateurs*», conclut Marc Mayor. ■

Véronique BÜHLMANN