

MATIÈRES PREMIÈRES

Le fondamental est essentiel

L'engouement actuel pour les matières premières encourage les promoteurs à multiplier les véhicules de placement. Pourtant, de magnifiques backtests, assortis d'un matraquage publicitaire intense, ne sont pas garants de bonnes performances. Dans cette classe d'actifs très volatiles, il est conseillé de ne pas faire l'économie de l'analyse fondamentale.

*Propos recueillis par
Véronique BÜHLMANN*

Pionnier de la gestion active sur les matières premières, Tiberius fête ses cinq ans d'activité en 2010. Avec 1,9 milliard de dollars d'actifs sous gestion et une équipe qui est passée de quatre à vingt-six personnes, la société maintient une certaine avance sur ses concurrents grâce à une connaissance des fondamentaux que peu d'acteurs possèdent. Dans l'entretien qui suit, Nicolas Maduz, partenaire de Tiberius, dresse le bilan de ces cinq dernières années et décrit l'évolution du paysage concurrentiel.

Banque & Finance: Travaillant essentiellement pour des institutionnels, caisses de pension ou compagnies d'assurance, Tiberius n'a rien du «trader fou». Sa gestion est des plus conservatrices puisque la société investit uniquement sur le marché très liquide des contrats à terme et pratique une gestion systématique. A première vue, les performances de ses différents fonds n'ont rien de «mirobolant». Ont-ils tenu leurs promesses?

NICOLAS MADUZ: Absolument. Notre tâche a consisté à dégager, avec une erreur de suivi prédéfinie, une surperformance par rapport à un indice donné. Dans un marché aussi volatil que celui des matières premières, cette contrainte permanente de contrôle du risque – que notre clientèle surveille très méticuleusement – représente une véritable gageure. Les résultats de notre fonds le plus

ancien, le premier à offrir une gestion active assortie d'une contrainte de 5% maximum pour la volatilité de la surperformance, en témoignent. Depuis son lancement fin octobre 2005, ce fonds a dégagé une surperformance de 28% par rapport à l'indice Dow Jones UBS Commodity. Démarré avec 30 millions de dollars, il atteint aujourd'hui les 900 millions et possède le plus long historique de performances et le, sinon l'un, des meilleurs en Europe.

B&F: En 2008, il a perdu 29%. N'aurait-il pas pu couper davantage les pertes?

N.M.: Ce fonds ne prend que des positions longues et, du fait de la contrainte de l'erreur de suivi, il ne peut faire varier que modérément son ratio d'investissement. En 2008, il n'a pas été possible de réduire davantage l'exposition au marché, mais, malgré cette contrainte, nous avons dégagé une surperformance de 6,63%.

B&F: Outre vos fonds exposés au bêta du marché, vous proposez également un produit en euros qui vise le rendement absolu. Lancé fin 2007, ce fonds a dégagé une performance de 13,8%, soit presque deux fois celle de l'Euribor trois mois. Quelle est sa stratégie?

N.M.: Au contraire du fonds précédent, nous cherchons à dégager uniquement de l'alpha à travers des arbitrages qui permettent de maintenir l'exposition au marché à un faible niveau. En d'autres termes, les positions longues et short tendent à se compenser. Nos principales sources de performance émanent de quatre types d'arbitrages: une matière première contre une autre (ex. long pétrole brut vs short gaz naturel), un secteur contre un autre

(ex. métaux de base vs matières premières agricoles), une place boursière contre une autre (Brent coté à Londres contre WTI coté à New York) ou encore une échéance contre une autre. Au total, nous visons un rendement de 10-12%, assorti d'une volatilité de l'ordre de 5%.

B&F: Plus récemment, vous avez lancé un produit qui sort de votre conservatisme habituel. Pouvez-vous le décrire?

N.M.: Il s'agit d'un fonds que l'on pourrait qualifier de global macro assorti d'un thème dominant, celui des matières premières. Utilisant du levier, il appartient à l'univers des hedge funds et répond à une demande qui ne craint pas les volatilités élevées. Cette évolution de notre gestion paraissait logique. Possédant une recherche macro-économique, indispensable dans le cadre de notre analyse des matières premières, il nous a paru opportun d'en tirer parti. Jusqu'ici, les résultats sont plutôt concluants puisque le fonds a dégagé une performance de 18% depuis son lancement en octobre 2008.

B&F: Depuis cinq ans, les véhicules investis en matières premières se sont multipliés. Pouvez-vous retracer l'évolution du secteur?

N.M.: Initialement, l'essentiel de la gestion était passif et se faisait à travers des trackers. Les résultats étaient peu satisfaisants, car la courbe des prix des contrats sur matières premières est généralement en report¹. Dès 2005-2006 sont apparus des indices «enhanced», dont le but était de minimiser le coût du passage d'une maturité à l'autre. Cette amélioration des indices reposant sur une fonction linéaire ne s'est pas avérée très efficace, car les courbes des

prix à terme des matières premières ne sont pas stables. D'ailleurs, dans notre gestion, nous considérons qu'environ 30% de notre surperformance vient de notre capacité à travailler la courbe, en d'autres termes, à dégager des plus-values lors des achats/ventes de contrats d'échéances différentes. Plus récemment, les banques ont développé des produits «actifs» qui surpondèrent ou sous-pondèrent les différents composants des indices et ce, sur la base d'algorithmes. C'est ce que l'on entend généralement par «gestion systématique». Dans la majorité des cas, l'algorithme est défini à partir des cours du marché et des indicateurs techniques comme le momentum. Or, dans le cas des matières premières, les fondamentaux (production/consommation/stocks) sont plus fiables que l'analyse technique, par conséquent cette dernière est insuffisante pour développer des produits très performants.

B&F: Deutsche Bank propose un fonds, le Commodity Euro Fund, qui fonctionne effectivement sur la base d'un algorithme et qui applique, en outre, le principe du «retour à la moyenne». Pourtant, dans le domaine des actions, les gestions basées sur ce principe se sont avérées décevantes; dans le secteur des matières premières, plus volatil, on peut s'étonner qu'elles puissent être efficaces. Qu'en pensez-vous?

N.M.: C'est une piste que nous avons explorée puisque nous avons adjoint à notre équipe un étudiant qui a consacré sa thèse au phénomène de retour à la moyenne dans le secteur des matières premières². Il concluait en substance qu'un modèle basé sur le retour à la moyenne ne permet pas de dégager des surperformances significatives. Au contraire, ce sont les modèles basés sur le momentum (les trend-followers) qui s'avèrent les plus efficaces. Toutefois, des modèles basés sur le retour à la moyenne permettraient de réduire significativement la volatilité.

B&F: En 2008, Tiberius a conclu un accord de joint-venture avec BNP Paribas. Pouvez-vous parler de cette coopération?

N.M.: Elle capitalise sur nos savoir-faire respectifs. Tiberius fournit la recherche sur les matières premières à travers des recommandations hebdomadaires et BNP, forte de son expérience dans la structuration, crée les indices et les véhicules de placement



«Parmi les différents types de matières premières, le plus gros potentiel se trouve dans les matières premières agricoles»

NICOLAS MADUZ – TIBERIUS

idoines (options, trackers, etc.) A l'origine unique, cette démarche se généralise et l'on voit de plus en plus de banques s'associer à des spécialistes de la gestion des matières premières. En effet, développer une équipe interne prend du temps, sans garantie de résultats.

B&F: La plupart des promoteurs de fonds tablent sur une hausse inéluctable du prix des matières premières. Partagez-vous cette analyse?

N.M.: Je pense qu'il faut se montrer très sélectif. Parmi les différents types de matières premières, le plus gros potentiel se trouve dans les matières premières agricoles. Mais il ne suffit pas d'acheter l'indice matières premières agricoles pour obtenir de bonnes performances, car les composantes d'un même secteur peuvent avoir des comportements très différents, voire inverses, ce qui annule ou réduit fortement la performance du secteur. ■

V.B.

¹ Roll/contango/backwardation: Le roll consiste à revendre le contrat à terme qui arrive à échéance et à acheter le contrat d'échéance suivante afin de rester exposé au marché. Le prix du nouveau contrat dépend de la forme de la courbe des prix à terme de la matière première concernée. Si elle est croissante, le prix du nouveau contrat sera plus élevé que celui du contrat arrivant à échéance. On parle alors de «contango», ou report, et l'opération d'échange de contrat va générer un coût. A l'inverse, si la courbe des prix de la matière première est décroissante, les prix à terme sont inférieurs au cours actuel et l'on parle alors de backwardation, ou déport, et l'échange va générer un gain.

² Performancegenerierung in Rohstoffportfolios durch Mean Reversion – Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen-Geislingen (FH) – University of Applied Science, Matthias Banzhaf, Sommersemester 2008.