

Le rendement absolu est bien relatif

Gestion Le concept d' «Absolute return », très en vogue, est-il devenu obsolète? L'industrie alternative, reine de l'alpha, n'a pu échapper à des pertes massives durant la crise

Myret Zaki

Ces dernières années, la lettre «a» dominait la finance. «A» comme «alternatif», gestion «active», rendement «absolu» et, bien sûr, «alpha». La première lettre de l'alphabet grec, symbole de supériorité, représente cette partie de la performance qui s'est affranchie des indices boursiers car elle est due au seul génie du gérant. Un fonds alternatif ou un fonds classique au label «absolu» promettaient un rendement à forte composante d'alpha, indépendant des contingences boursières, et ne s'abaissaient pas à se comparer aux indices boursiers.

Seule la corrélation monte

«Mais dans les crises, tout baisse, et la seule chose qui monte, ce sont les corrélations», a rappelé le 25 novembre dernier Jan Erik Frogg, chef de la division alternative de l'Union Bancaire Privée (UBP).

En octobre, les investisseurs déçus ont retiré 40 milliards de dollars des hedge funds, dont plus de la moitié, ou 22 milliards, sont sortis des fonds de hedge funds. Ces derniers sous-performent cette année, avec une perte de 18,5%, les single hedge funds, qui perdent 16%.

En ajoutant aux retraits nets les 115 milliards de recul dus à la baisse des marchés, la totalité des avoirs gérés par l'industrie alternative tombe à 1560 milliards fin octobre, contre plus de 2000 milliards fin 2007. Avec cette déconfiture de l'industrie, dont on estime que les revenus ont chuté de 50% cette année, voilà que ses promoteurs se mettent à comparer systématiquement leurs performances aux indices boursiers, qui ont perdu entre 35% et 45% cette année, pour souligner le fait que les hedge funds n'ont perdu «que» 16% à 20%. «Analysée objectivement, la performance absolue a une fois de plus devancé celle d'autres placements», écrit ainsi l'Association suisse des fonds (SFA) le 27 novembre.

Rendement négatif absolu

Mais le constat est là. Lors des tempêtes boursières, il n'y a pas de rendement absolu qui tienne. Il se mue, bien plutôt, en perte absolue. «La performance des hedge funds, avec des rendements négatifs absolus, a largement déçu les attentes des investisseurs», note ainsi la SFA.

Or c'est précisément en périodes de turbulences boursières qu'on attendait de l'alternatif qu'il délivre ses vertus protectrices de décorrélation. «Quiconque pensait que les stratégies appliquées par les hedge funds face à des situations extrêmes seraient en mesure de pallier complètement la tendance aura tout simplement attendu trop des gestionnaires», dit encore la SFA.

Dans ce contexte, l'entrée en vigueur de la nouvelle ordonnance OPP2 en février 2009 promet un accueil tiède en Suisse. Elle fixe à 15% la limite d'allocation des caisses de pension aux classes d'actifs alternatives, définies comme les hedge funds, matières premières et private equity, et les autorise même à dépasser cette limite, à condition que les caisses ne mettent pas en péril les objectifs de prévoyance. Déjà, des associations demandent au Conseil fédéral de la suspendre. «Le corollaire de cet élargissement des possibilités d'investir dans l'alternatif a été la réduction de la part de l'immobilier de 50% à 30%, et cela est très mal perçu par le public», constate l'actuaire David Pittet, de Pittet & Associés. D'autant plus que c'est l'immobilier suisse qui a sauvé les rendements du deuxième pilier cette année. L'actuaire estime le «timing de ce changement pour le moins inopportun, car les placements alternatifs suscitent pas mal de questions en termes de transparence, de liquidité et de frais». Quant à leurs vertus décorrélatrices, ajoute-t-il, «elles sont actuellement remises en question».

Du bêta déguisé en alpha

«La crise actuelle a rendu le concept de rendement absolu obsolète», juge Olivier Baumgartner-Bézelgues, consultant indépendant. La majorité des gérants alternatifs, ces dernières années, ont proposé du «bêta» (risque de marché) dans un emballage d'alpha, explique le spécialiste des hedge funds. «Un fonds qui investit en Russie ou en Amérique du Sud, ce n'est rien d'autre qu'un pari haussier sur les actions, avec du levier», le levier étant dans ce cas la prime de risque offerte par le marché émergent. Selon

l'expert, les seules stratégies alternatives qui peuvent générer un rendement absolu en périodes de turbulences sont celles qui sont «acheteuses de volatilité», comme la vente à découvert (short selling pur), l'arbitrage de volatilité, avec un biais acheteur de volatilité, et les fonds de trading systématique sur contrats futures (CTA). Ainsi, les indices CTA gagnent-ils 10,88% cette année, selon le Barclays CTA Index. Les CTAs offrent une protection à la baisse car ils investissent dans le sens des tendances et appliquent de manière rationnelle des règles de trading simples comme «couper ses pertes et laisser courir ses gains» .

Des paris trop directionnels

Reste que l'essentiel des stratégies alternatives, à commencer par la plus répandue, le long/short, sont corrélées aux marchés actions, «et le seront toujours, dit le spécialiste, en raison de leur biais long».

Les praticiens le reconnaissent aujourd'hui: trop de gérants ont pris des paris trop directionnels afin de participer au maximum à la hausse des marchés. Comptant sur le «bêta» du marché et ne générant pas d'alpha, ils ont immédiatement affiché des pertes quand le bêta du marché est devenu négatif.

L'objectif de rendement absolu n'est pas tout à fait mort, estime pour sa part Michel Girardin, conseiller économique à l'UBP: «Les hedge funds gardent la latitude pour pouvoir sortir complètement du marché et se mettre à 100% en cash, contrairement aux gérants classiques. Les gérants qui maîtrisent le market timing pourront toujours générer de l'alpha.» Il souligne néanmoins qu'il ne faut pas trop attendre du rendement absolu «dans le contexte de taux d'intérêt extrêmement bas et d'une chute des marchés d'une telle ampleur».

dessin original de simon