



Pas de flocons cette saison faut-il abandonner les hedge funds?

CÉDRIC KOHLER, FUNDANA

A l'instar de saisons d'hiver plus courtes et moins enneigées, l'alpha des gérants hedge funds serait-il lui aussi en voie de disparition? Faut-il encore s'intéresser à ce type d'investissement?

Moins de flocons à l'horizon: les changements climatiques ont indubitablement un impact sur nos saisons de ski. Les semaines blanches sont plus courtes, les canons à neige, indispensables outils de survie des stations, fleurissent le long des pistes et les vacances de Noël enneigées se raréfient. Mais le public abandonne-t-il pour autant le ski? Les cohues sur les pistes les week-ends ensoleillés nous rappellent qu'il n'en est rien! Du ski à la finance il n'y a qu'un coup de carres et l'analogie est particulièrement pertinente pour ce qui concerne la gestion active. Parce que la valeur ajoutée des gérants, soit leur alpha, est en baisse, faut-il abandonner ce type d'investissement? Les hedge funds en particulier sont-ils encore la meilleure façon de générer de la performance pour les années à venir?

DIFFICILE DE SORTIR DU LOT S'il est vrai que la valeur ajoutée des gérants d'actifs est en diminution, le même constat s'applique à bien des domaines. Spécialiste de l'incidence de la chance et du talent en finance et en sport, Michael Mauboussin, nous rappelle combien sortir du lot est aujourd'hui ardu pour un sportif professionnel. Le temps de course de la descente du Lauberhorn est ainsi passé de 3'23"2 en 1954 à 2'24"23 en 1997, soit une amélioration de près d'une minute! En outre, l'écart entre le vainqueur et le médaillé de bronze a fondu, passant de 85 à 14 centièmes entre 1967 et 2015!

[Avec un nombre croissant d'investisseurs qui traquent la même valeur ajoutée, le nombre de chasseurs qui rentrent bredouilles est forcément en augmentation...]

La finance connaît une évolution comparable. L'université du Maryland a calculé qu'avant 1990, 14% des fonds «long-only» sur actions américaines délivraient de l'alpha. En 2006, cette proportion était tombée à moins de 1%. Les principaux facteurs explicatifs de ce recul sont en partie liés à la croissance de l'industrie, à la taille des fonds ainsi qu'à la sophistication des acteurs.

Le marché des fonds de placement aux Etats-Unis est ainsi passé de 3 à 15 billions de dollars d'actifs entre 1995 et 2012 et l'industrie des hedge funds de quelques milliards au début des années 90 à près de 3 billions de dollars en 2015. Avec un nombre croissant d'investisseurs qui traquent la même valeur ajoutée, le nombre de chasseurs qui rentrent bredouilles est forcément en augmentation...

La taille des actifs gérés affecte également considérablement l'alpha. Peter Lynch, une des légendes de la gestion active, a connu un succès tel que la valeur de son fonds a été multipliée par 250, culminant à 10 milliards de dollars. Mais cette croissance a considérablement réduit l'alpha du gérant et il est passé de 2% par mois à un maigre 0,2%!

Enfin, les acteurs financiers sont devenus de plus en plus sophistiqués. Si en 1987 seules 15'500 personnes détenaient une certification CFA (Chartered Financial Analyst), elles sont aujourd'hui près de 120'000 à s'en prévaloir! De même, dominé par les investisseurs privés dans les années 80, le marché des actions est aujourd'hui principalement influencé par les acteurs institutionnels. Or, l'homogénéité de ces investisseurs institutionnels réduit sans aucun doute la capacité à se différencier.

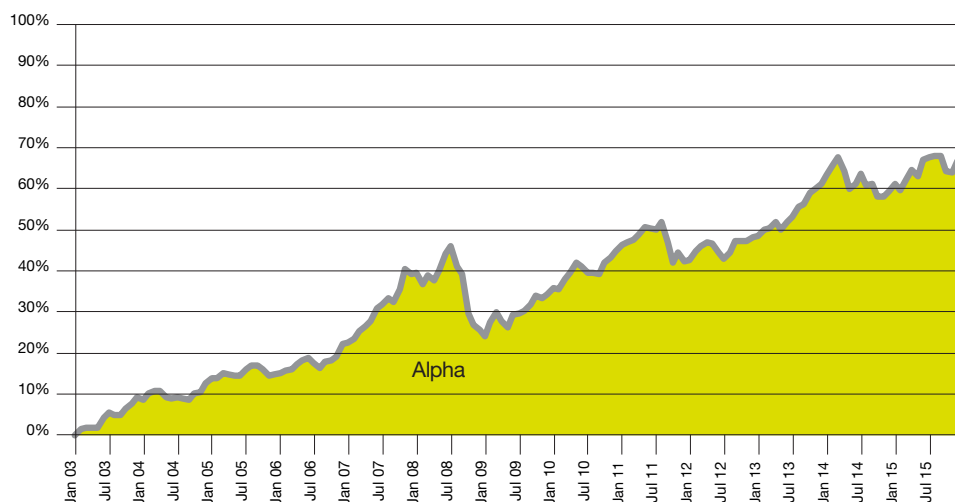
FAUT-IL ENTERRER L'ALPHA? L'environnement a évolué: il est plus compliqué, c'est un fait. Est-il toutefois encore possible de dégager de la valeur ajoutée sur le long-terme? La réponse est indubitablement positive et les données statistiques du fonds de hedge funds reproduites ci-dessous le démontrent. Ce véhicule d'investissement a dégagé 68% d'alpha, net de frais, sur la dernière décennie. De plus, cette production d'alpha n'est pas constante dans le temps mais elle est sujette à des cycles interrompus par des crises comme celles de 2008 ou de 2011. Si, d'un côté, chacune de ces crises a érodé une partie de l'alpha créé, de l'autre, elles ont aussi engendré les opportunités du cycle suivant.

Il est par ailleurs important de relever que la période d'analyse considérée peut fortement fausser la conclusion. Si l'on ne prenait en compte que 2008 ou 2011, on serait tenté d'inférer la disparition de l'alpha. Cependant, il suffit d'étendre l'horizon temporel pour constater l'erreur. La production d'alpha ne doit pas être analysée sur une année calendaire mais bien sur l'ensemble d'un cycle.

Cette conception cyclique de la création d'alpha entraîne aussi une modification dans la sélection des gérants. Avec les ruptures de plus en plus fréquentes des marchés, les rotations sectorielles violentes ou les changements structuraux sectoriels (Healthcare/TMT), il est devenu impératif de trouver des gérants aptes à rester flexibles et capables de passer à l'offensive en période de turbulences. Par conséquent, on privilégiera les gérants avec une masse sous gestion raisonnable, un bilan modeste, un levier bas, un portefeuille liquide ainsi qu'une exposition nette moyenne. La taille est en effet devenue un critère très important, les très grands fonds peinant aujourd'hui à dégager un rendement acceptable. D'ailleurs en 2015, nombre d'entre eux ont ainsi jeté l'éponge: cela a notamment été le cas de Bluecrest, Fortress Macro, Blackrock Macro et Bain Absolute Return.

[Si, d'un côté, chacune de ces crises a érodé une partie de l'alpha créé, de l'autre, elles ont aussi créé les opportunités du cycle suivant]

Par conséquent, et pour revenir à notre analogie initiale, si abandonner le ski parce qu'une saison manque de flocons n'est pas rationnel, délaisser les hedge funds après une moins bonne période est certainement un mauvais calcul car l'alpha, comme nous l'avons montré, se crée sur le long-terme et avec des gérants particulièrement actifs tels que ceux des hedge funds.



CÉDRIC KOHLER

Cédric Kohler a rejoint Fundana en 2011 en tant que Head of Advisory. Il a auparavant chapeauté le conseil en hedge funds et la division fonds de hedge funds de Lombard Odier Darier Hentsch & Cie. De 2004 à 2007, il a été responsable pour le monde de la division risque de Citadel Investment Group à Chicago. Au cours de sa carrière, il a également exercé la fonction de directeur (Margin & Risk Global Head) auprès de Merrill Lynch New York. Son parcours a démarré chez UBS New York, Londres et Zürich.