



HEDGE FUNDS

Rendements «absolus» – vraiment?

L'expression «absolute returns» a été galvaudée et tournée en ridicule, à force d'être mal employée, tant par les professionnels que par les politiques. Quelques clarifications ne seront donc pas de trop... ALEXANDER INEICHEN*



L'idée fondamentale inhérente à la notion d'absolute returns est de générer une accumulation de capital sur le long terme. Elle désigne une philosophie d'investissement qui se situe radicalement à l'opposé de l'orthodoxie financière et de la doctrine des performances relatives¹ – donc plutôt une bonne chose.

La clé du paradis: une gestion active du risque

Pour simplifier à l'extrême, le rendement absolu consiste à faire de l'argent lorsque les choses vont bien et à ne pas tout perdre à nouveau lorsque le vent tourne. En d'autres termes, il s'agit de réaliser une accumulation de capital sur le long terme. Cette définition s'applique par exemple à des stratégies absolute returns mises en œuvre par des hedge funds, ainsi qu'à des produits structurés ou stratégies à capital garanti, pour lesquels les pertes maximales sont limitées par des outils et des techniques de gestion du risque.

L'idée de «rendements asymétriques» décrit l'application de la philosophie d'investissement «absolute returns»². Popularisée notamment par Kahneman et Tversky (1979), cette notion tient compte de la préférence pour les rendements positifs par rapport aux rendements négatifs. Ici, le terme «asymétrique» suggère donc une préférence pour des rendements positifs nombreux et importants, avec une tentative de prévenir les rendements négatifs, surtout lorsqu'ils sont conséquents. L'idée principale est que des pertes importantes sont nuisibles pour la santé tant financière que mentale, étant donné qu'elles sapent le taux auquel s'accumule le capital: de fait, compenser une perte de 50% nécessite un rendement de 100%.

Différences entre les modèles de rendements relatifs et absolus

	Modèles de rendements relatifs		Modèle de rendements absolus
	(Indexation)	(Benchmarking)	
Objectif de rendement	Rendements relatifs		Rendements absolus
<i>L'idée générale est de...</i>	<i>répliquer l'indice de référence</i>	<i>battre l'indice de référence</i>	<i>exploiter une opportunité d'investissement</i>
Gestion du risque	Risque d'erreur de suivi		Risque total
<i>L'idée générale est de...</i>	<i>répliquer l'indice de référence</i>	<i>battre l'indice de référence</i>	<i>préserver le capital</i>

Source: Ineichen (2001)

Un label galvaudé

Le tableau illustre une tentative de distinction entre des rendements relatifs et absolus. Notez bien, au passage, que lorsqu'on rebaptise un fonds *long only* pour lui coller une étiquette «absolute returns», cela ne signifie pas qu'il s'agira bel et bien d'un véhicule à rendement absolu. De même, un programme d'allocation d'actifs tactique – totalement investi en tout temps – ne répond pas non plus aux critères d'un tel véhicule. Que les clients se le tiennent pour dit: le terme a été mêlé à beaucoup d'inepties.

Pour un gérant qui suit une stratégie de rendement relatif, l'objectif de rendement est déterminé par un indice de référence: un fonds indicial vise à répliquer un indice à moindre coût, tandis qu'un gérant benchmarké tente de battre l'indice. Dans les deux cas, l'objectif de rendement est lié à un indice, d'où le terme «rendements relatifs». Imaginons un gérant appliquant une stratégie de rendement relatif, qui perdrait 50% des actifs de ses investisseurs, ceci alors que l'indice de référence chute de 52%: son bilan serait en fait plutôt positif (à noter que lorsqu'il s'agit de leur propre argent, les gérants relative returns souscrivent aussi à l'approche absolute returns). De nombreux investisseurs ont commencé à remettre en question le principe du rendement relatif lorsque les

marchés actions ont véritablement chuté de 50% – ce qui est arrivé deux fois durant la décennie écoulée. Quant à eux, les hedge funds n'ambitionnent pas de battre un indice. Leur objectif est de générer des rendements absolus, d'une part, en exploitant des opportunités d'investissement, et d'autre part, en cherchant à protéger le capital au cas où les opportunités d'investissement se transformeraient en risques.

Définir le risque

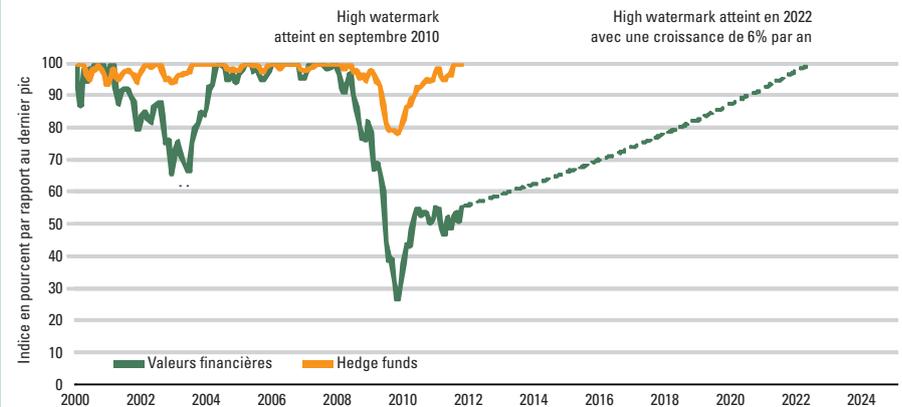
Benjamin Graham aurait dit un jour que «l'essence de la gestion de l'investissement est la gestion des risques, et non la gestion des rendements.» Les investisseurs ne peuvent pas «gérer les rendements»; car cette notion n'existe pas. Le risque, en revanche, peut quant à lui être géré. C'est pourquoi il y a une différence cruciale entre les deux modèles du tableau quant à la manière dont le risque est défini et géré. Définir le risque comme le risque de déviation signifie que la position neutre du gérant est l'indice et que les risques correspondent aux déviations par rapport à cet indice. Par exemple, un gérant en actions long only benchmarké qui passe en cash (pour obtenir un taux de rendement sans risque³) augmente le risque, étant donné que la probabilité de sous-performer par rapport à l'indice augmente. Dans un environnement de rendements absolus, la position neutre est le cash. Passer d'une

*CFA, CAIA, FRM, FONDATEUR DE INEICHEN RESEARCH AND MANAGEMENT AG (6 JANVIER 2011)



Financières vs. hedge funds

De janvier 2000 à décembre 2010, avec TCAC estimé de 6%



La courbe pointillée illustre une estimation de rétablissement en supposant un taux de croissance annuel cumulé (TCAC) de 6%.

Financières: S&P 500 Global 1200 Financials; Hedge funds: HFRI Fund Weighted Composite Index.

Source: Ineichen Research & Management, Bloomberg

position longue sur les actions à du liquide implique une réduction du risque, puisque la probabilité de perdre de l'argent diminue. En d'autres termes, la même transaction, à savoir passer des actions au liquide, peut signifier une augmentation ou une diminution du risque, selon la définition qui est faite de ce risque.

Pour simplifier, avec l'approche «absolute returns», il existe un processus d'investissement pour les périodes haussières (recherche de rendement par une prise de risque) et pour les périodes baissières (un plan de secours en cas d'imprévu et si les circonstances changent, etc.). Par conséquent, l'approche absolute returns pousse non seulement à réfléchir à l'entrée dans une position risquée, mais de penser également à la porte de sortie. La préservation du capital fait partie intégrante de la proposition qui est faite à l'investisseur. Une stratégie absolute returns peut donc être considérée comme à l'opposé d'une stratégie *long only buy-and-hold*.

Il faut noter que «protection de l'investisseur» ne rime pas avec «protection de ses capitaux». L'investisseur est protégé par la loi, la transparence et une référence de marché. Quant à son capital, avec l'approche de rendement relatif, l'investisseur n'est pas à même d'être préservé en périodes difficiles. En effet, le mandat prévoit implicitement ou explicitement que le capital est exposé pleinement à la volatilité du marché – soit la volatilité de sa référence de marché. Un tel risque était considéré comme acceptable, du moins jusqu'en 2000, car la fonction de protection du patrimoine incombaît à l'investisseur lui-même, mais aussi parce que certaines convictions étaient solidement ancrées: celles-ci portaient sur les rendements à attendre, les vertus de la diversification et les processus d'investissement durant la longue période de hausse boursière. La dernière décennie a tempéré – et ce n'est rien de le dire – de nombreuses croyances qui s'étaient ancrées dans les esprits des investisseurs durant la plus grande période de hausse de l'Histoire, durant les années 80 et 90.

Un objectif distinct

Comme dit plus haut, les investisseurs «absolute returns» désirent aboutir à une accumulation positive de capital à long terme («positive compounding of capital»). Par conséquent, le «risque» est le contraire de cette accumulation positive, c'est-à-dire l'éventualité d'une accumulation négative de capital («negative compounding of capital»). En d'autres termes, ce qui importe dans le processus de gestion du risque n'est pas le risque de déviation ou la volatilité, mais bien les pertes – ou, plus précisément, le fait d'éviter ou de minimiser les pertes. Ce sont les pertes soutenues et/ou importantes qui mettent à mal le taux d'accumulation du capital.

Le graphique montre l'évolution de deux indices en pourcent par rapport à leur plus haut historique. Ceci permet de visualiser l'ampleur des pertes, ainsi que le temps nécessaire à les éponger. Le style d'investissement non couvert (approche de rendements relatifs), illustré par la courbe verte, a enregistré un rendement de 1.0% par année entre janvier 2000 et décembre 2010. Le style d'investissement avec couverture (philosophie absolute returns) a affiché 6.5% par année (ligne orange). La différence est saisissante! Si tout se déroule bien et que le taux de rendement est de 6%, le style d'investissement non couvert atteindra son high water mark en 2020. Il aura néanmoins été dans le rouge durant 13 ans – un peu comme le marché actions nippon, qui en est à sa 22^e année de marasme.

Derek Bok, ancien doyen de l'Université de Harvard a dit un jour: «Si vous pensez que l'éducation coûte cher, essayez l'ignorance.» Au vu du graphique, l'on pourrait paraphraser et dire que «si vous pensez

que les hedge funds sont risqués, essayez les actions».

Conclusions

Les termes «absolute returns» et «hedge funds» ont non seulement été source de déceptions durant la crise financière, mais ont également été tournés en ridicule pour avoir été mal choisis ou mal utilisés. Après tout, les rendements en 2008 étaient loin d'être «absolus» et les fonds n'étaient pas parfaitement «hedgés». Toutefois, le terme «absolute returns» est correct lorsqu'il s'associe à un processus approprié de gestion active du risque (à ne pas confondre avec le processus de mesure du risque). Le terme recouvre une philosophie d'investissement visant à accumuler du capital sur le long terme tout en surmontant des accidents financiers et en contrôlant les pertes – spécialement les pertes importantes. ■

¹ Voir par exemple Ineichen (2003)

² Le terme «rendements asymétriques», en relation avec les hedge funds, a été introduit par Ineichen (2002).

³ L'on pourrait argumenter que le taux hors risque n'existe pas.

Références:

- Ineichen, Alexander (2001) «The Search for Alpha Continues – Do Fund of Hedge Funds Managers Add Value?» Global Equity Research, UBS Warburg, Septembre.
- Ineichen, Alexander (2002) «Asymmetric Returns» Global Equity Research, UBS Warburg, Septembre.
- Ineichen, Alexander (2003) «Absolute Returns – Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing» New York: John Wiley & Sons.
- Kahneman, Daniel, et Amos Tversky (1979) «Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk» *Econometrica*, Vol. 47 (2), pp. 263–291.