

## FINANCE

### INVESTIR

Lundi 18 janvier 2010

#### L'année propice aux gérants actifs

*HEDGE FUNDS. La liquidité et la flexibilité constituent des critères-clés pour 2010 riche en opportunités mais à l'évolution incertaine.*

**christian affolter**

Les hedge funds restent le domaine des gains faramineux et des pertes abyssales. Mais les indices des différentes stratégies affichent plutôt une performance solide. La chute de 2008 a été nettement moins importante que celle des actions. La gestion alternative a déjà bien résisté à l'éclatement de la bulle Internet en 2002/03. Certaines stratégies ont même permis de réaliser des gains substantiels sur dix ans. Le Global Macro en tête, exploitant les grandes tendances et les disparités entre les marchés, notamment la montée en puissance des marchés émergents face aux pays développés. Il a permis de quadrupler la somme investie sur cette période. Les hedge funds misant plus directement sur les marchés émergents ont capturé la hausse des marchés actions de ces pays. Les gestionnaires investissant dans des titres de sociétés en situation difficile (distressed) ont également enregistré une belle performance 2009, portée par la reprise des dettes à haut rendement. Les CTA ont en revanche connu une année plutôt difficile, marquée par plusieurs renversements de tendance mal anticipés et par la faiblesse des mouvements du côté des changes et des taux (voir également les résultats de Man Group en page 21). Cela ne l'empêche pas de figurer parmi les stratégies générant les meilleurs rendements à moyen et à long terme. Seuls les fonds visant une exposition neutre aux marchés actions ont sous-performé ces derniers sur trois ans, parce qu'ils avaient complètement dévié en novembre 2008 en raison de l'effet Madoff, dont les fonds faisaient partie de cette catégorie. Sur dix ans, en revanche, même cette stratégie-là a battu les indices actions des marchés développés.

Pour cette année, les sélectionneurs de hedge funds restent néanmoins plutôt circonspects. Aucune stratégie ne semble clairement sortir du lot. Ce qui n'est pas forcément négatif: «Il y a des années où tout va mal, d'autres caractérisées par des différences énormes et celles où toutes les stratégies progressent, ce qui sera probablement le cas pour 2010», estime Dariush Aryeh, partenaire du sélectionneur de hedge funds genevois Fundana. «Les bons gérants ont des opportunités phénoménales», se réjouit-il même.

Ces prochains mois, il faudra toutefois aussi composer avec quelques écueils. «Tout ce qui a mal fonctionné en 2008 a bien performé l'année passée», analyse Patrick Fenal, président exécutif d'Unigestion. Mais le «fly to junk» ne constituera plus le mouvement caractéristique de 2010. «Ce sera une année de différenciation, qui impliquera une gestion active», résume Patrick Fenal. Des titres de mauvaise qualité ont profité du rally de 2009 et sont par conséquent surévalués, alors que d'autres sont restés à la traîne sans que cela ne soit justifié. Les gestionnaires pourront exploiter ces inefficiences «sans trop de bêta», précise Eric Bissonnier, directeur des investissements d'EIM. C'est-à-dire en évitant de prendre le risque du marché. «Nous risquons de nous retrouver dans un environnement relativement volatil. Dans ce contexte, si les gestionnaires prennent du bêta, il faut qu'ils le fassent de manière très flexible», recommande-t-il.

La flexibilité est une notion-clé que tous les interlocuteurs ont mentionnée. C'est une autre différence marquée par rapport à 2009, comme le souligne Patrick Fenal: «L'année passée, la liquidité n'a joué qu'un rôle mineur, comme le montre la performance l'arbitrage de convertibles, une stratégie peu liquide. Mais en 2010, les instruments les plus liquides pourront le mieux saisir les opportunités. Il faut être capable de changer de pari en cours d'année.» La tendance en faveur des marchés émergents se poursuivra néanmoins, bénéficiant au Global Macro. Et les crédits aux entreprises présentent une situation proche de celle des actions, avec une montée trop forte des dettes de mauvaise qualité.

Celle-ci a également porté les titres en souffrance (distressed), au point que «les prix actuels comportent trop d'optimisme, car les défauts resteront élevés», relève Patrick Fenal. Pour d'autres sélectionneurs de gestionnaires, le cycle de cette stratégie n'en est qu'à ses débuts. «Une partie de la performance passée est certes venue du rétrécissement des spreads (écarts de taux), et nous n'aurons plus les mêmes aides à l'avenir.

Le cycle qui vient de commencer est peut-être moins rentable, mais plus long. Les besoins de restructuration et de refinancement liés aux crédits arrivant à échéance créeront beaucoup d'opportunités», argumente Eric Bissonnier d'EIM.

D'autres stratégies Event Driven pourraient également figurer parmi les gagnantes selon Dariush Aryeh de Fundana: «Dans l'arbitrage de fusions et acquisitions, il y a actuellement peu d'argent à la recherche de possibilités pourtant nombreuses», se réjouit-il. Dans le CTA, il renforce prudemment ses positions: «Cette année, certains trends peuvent se déclencher.» Les monnaies et les taux pourraient ainsi gagner en activité.

Pour Partick Fenal, le choix des gestionnaires (le côté bottom-up de la sélection) prime néanmoins clairement sur les sur- ou sous-pondérations des stratégies (top-down). Car l'amplitude de performances au sein d'une approche peut être énorme: «En 2008, l'Event Driven a été l'une des catégories les plus massacrées, mais le fonds Paulson Advantage Plus en fait partie (+37%, contre -22,1% pour l'indice HFRX de cette stratégie). L'année passée était caractérisée par un marché bêta. Mais en 2010, il faut commencer à réfléchir, investir dans le bon indice ne suffit plus.»

Un autre élément limite aussi les choix stratégiques: «Encore maintenant, il y a très peu de gérants investissables», relève Eric Bissonnier d'EIM. Les demandes de retrait à satisfaire notamment à la fin du premier trimestre les confrontent toujours à des problèmes opérationnels. Dans ce cas, il est préférable pour les nouveaux investisseurs d'attendre une clarification de la situation.