

Démythifions les fonds spéculatifs

Angel Ubide



MALGRÉ leur aura d'exotisme et de modernisme, les fonds spéculatifs ont des objectifs aussi anciens que l'art du placement lui-même. Ils cherchent à obtenir un rendement annuel positif (aussi élevé que possible), à limiter les fluctuations de la valeur du capital investi et, surtout, à le préserver. Ils utilisent pour cela ce que la science financière moderne offre de meilleur : identification rapide des prix, recours massif aux mathématiques et aux statistiques, techniques d'évaluation et de maîtrise des risques, effet de levier et multiplicité de transactions sur les actions de sociétés, les obligations, les devises, les contrats à terme standardisés ou non, les options, les swaps et autres produits dérivés.

En raison de leur nature, les fonds spéculatifs sont réservés aux gros investisseurs. Ils ont toujours attiré des personnes fortunées et les investisseurs institutionnels, la gamme de ces derniers s'étant sensiblement élargie dans la période récente; elle inclut désormais fonds de pension, organismes caritatifs, universités et fondations. Les fonds de fonds commencent à ouvrir cette catégorie de placement au grand public, mais à une échelle assez limitée. Il existe actuellement dans le monde quelque 8.500 fonds spéculatifs, qui gèrent plus de 1.000 milliards de dollars d'actifs. Leur développement a été spectaculaire, puisqu'en 1995 on comptait seulement 2.800 fonds gérant 2,8 milliards de dollars d'actifs; sans même parler des modestes montants mis en jeu par les ancêtres des fonds spéculatifs à l'époque d'Aristote (encadré 1).

De quoi s'agit-il?

Quelques caractéristiques essentielles distinguent les fonds spéculatifs des autres instruments de placement : l'accent mis sur les rendements en valeur absolue, d'une part; le recours aux opérations de couverture, d'arbitrage et à l'effet de levier, d'autre part.

Rendements absolus et rendements relatifs. Sur très longue période, les stratégies consistant à acheter des titres et à les conserver réussissent presque toujours. Se posent alors la question de la durée de détention et celle de la date d'achat, qui peut être d'une importance primordiale pour l'investisseur. Ainsi, sur plusieurs siècles, les actions ont un rendement d'environ 8 % par an en moyenne, mais leur valeur peut stagner pendant plusieurs décennies. L'indice Standard & Poor's (S&P), après avoir culminé en 1968, chuta fortement et ne retrouva qu'en 1992 son niveau en monnaie constante de 1968! Dans les années 70, cette grande instabilité a incité les gestionnaires de placements à se focaliser sur les rendements *relatifs*, c'est-à-dire par rapport à un point de référence, tel

que le S&P 500. La qualité de la gestion s'appréiait en comparant les résultats à des indices représentatifs de catégories d'actifs standards, et ce sont ces résultats relatifs qui attiraient les investisseurs. Autrement dit, les gestionnaires recevaient plus de fonds — et gagnaient davantage — *même si la valeur*

Encadré 1

Tout a commencé avec les olives

Le premier investissement de type spéculatif fut une transaction sur «option d'achat», effectuée il y a quelque 2.500 ans. Aristote raconte l'histoire de Thalès, un philosophe pauvre, qui démontra aux sceptiques qu'il avait conçu un «instrument financier d'application universelle» en s'enrichissant après avoir négocié avec les propriétaires des pressoirs d'olives le droit exclusif d'utiliser leurs machines pour la future récolte. Ceux-ci étaient satisfaits de faire assumer par autrui le risque d'évolution future du prix des olives et de se couvrir contre celui d'une mauvaise récolte, en se faisant payer immédiatement. Il s'avéra que Thalès avait eu raison de prévoir une excellente récolte et la demande d'usage des pressoirs augmenta. Il céda son droit exclusif en réalisant un bénéfice. Pour Thalès, le seul risque de l'«option d'achat» était de perdre l'acompte qu'il avait versé. Sans investir dans les oliveraies, les travailleurs ou les pressoirs, il participa activement à la production en assumant un risque que ni les producteurs, ni les propriétaires de pressoirs ne pouvaient ou ne voulaient prendre — du même coup, il leur permit de se concentrer sur la culture et le traitement des olives. Comme eux, il tira un bénéfice de son travail.

L'histoire contemporaine des fonds spéculatifs commença avec Alfred Winslow Jones, sociologue et journaliste, qui observa dans les années 30 et 40 le comportement des marchés et créa en 1949 l'un des premiers fonds spéculatifs. Ce fonds recourrait à l'effet de levier et aux ventes à découvert pour «couvrir» un portefeuille d'actions contre les baisses. Cette formule ne suscita guère d'intérêt jusqu'en 1966, date à laquelle un article du magazine *Fortune* fit sensation en révélant que Jones obtenait des rendements supérieurs de 44 % au fonds d'actions le plus performant — alors même qu'il prélevait une commission de 20 % des gains. En 1968, on comptait à peu près 200 fonds spéculatifs, mais beaucoup d'entre eux ne résistèrent pas au repli du marché en 1969–70 et 1973–74. Les fonds spéculatifs n'ont vraiment pris de l'ampleur que dans les années 90, grâce à la nouvelle richesse créée par la hausse continue des cours boursiers.

du fonds diminuait, pourvu qu'elle ne baisse autant que l'indice de référence.

En revanche, les gestionnaires de fonds spéculatifs recherchent des rendements *absolus*, ajustés du risque; leur objectif est de maximiser la valorisation annuelle du placement, et non de faire seulement mieux que la moyenne. Par conséquent, leur rémunération dépend le plus souvent du degré d'enrichissement de l'investisseur — c'est un pourcentage du rendement —, et non de la performance par rapport à un indice de référence; leur seul but est donc de réaliser des rendements positifs. Bien qu'ils perçoivent aussi une commission annuelle de 1 ou 2 % des actifs gérés, l'essentiel de leur rémunération dépend du rendement positif en valeur absolue. De plus, les gestionnaires placent généralement une bonne partie de leurs propres capitaux dans le fonds, ce qui fait coïncider leurs intérêts avec ceux des investisseurs et les dissuade de prendre des risques inconsidérés. Il arrive aussi que le contrat subordonne le versement de la commission au remboursement des moins-values éventuelles, ce qui constitue une forte incitation à préserver la valeur du capital. Dans ces conditions, pour maximiser le rendement à long terme, il devient fondamental de se couvrir afin de limiter autant que possible les fluctuations de valeur et protéger le portefeuille du fonds spéculatif de l'instabilité du marché.

Couverture, arbitrage et effet de levier. Qu'est-ce que *se couvrir*? C'est une technique visant à mettre un portefeuille à l'abri des soubresauts du marché. On achète et on conserve des actifs qui ont de bonnes perspectives à long terme, tout en cédant d'autres actifs moins prometteurs. Cette méthode (vente à découvert) consiste à emprunter des actions et à les vendre, dans l'intention de les racheter à un cours inférieur et de les restituer au prêteur. On encaisse la différence entre le prix de cession et le prix de rachat. Le développement, depuis 50 ans, du marché à terme des actions et des indices boursiers, des options et des produits dérivés a créé des moyens quasi infinis de vendre à découvert et de se couvrir (encadré 2).

Encadré 2

Stratégies d'arbitrage des fonds spéculatifs

Arbitrage sur titres convertibles. Les gestionnaires acquièrent un portefeuille convertible en d'autres catégories de titres. Par exemple, les obligations émises par une société sont souvent convertibles en actions de la même société. Il existe en principe une corrélation étroite entre les cours de ces obligations et actions. Un décalage se produit parfois, sous l'effet de la conjoncture des marchés d'obligations et d'actions. Les fonds spéculatifs procèdent simultanément à l'achat d'obligations et à la vente d'actions, éliminant le décalage et tirant parti de la fixation déficiente des prix par le marché.

Titres de sociétés en difficulté. Les gestionnaires empruntent pour acheter des titres de dette et des actions de sociétés qui soit sont en redressement judiciaire ou l'ont été récemment, soit risquent de déposer leur bilan à brève échéance.

Situations spéciales/fusions. Les gestionnaires investissent pour profiter des occasions créées par des opérations importantes, telles que scissions, fusions-acquisitions, réorganisations dans le cadre d'un redressement judiciaire, recapitalisations et rachats d'actions.

L'arbitrage permet de bénéficier des écarts momentanés de cours d'un même actif sur des marchés différents. Comme il devrait avoir le même prix sur tous les marchés à un moment donné, on peut réaliser, sans grand risque, un bénéfice en cédant l'actif plus valorisé par un marché (vente à découvert) et en achetant l'actif moins valorisé par l'autre marché (achat en position longue). Quand les prix convergent, on peut faire un bénéfice en vendant l'actif auparavant moins valorisé et en rachetant celui qui l'était plus. Les obligations émises par une société et convertibles en actions de cette société constituent un exemple classique des possibilités d'arbitrage.

Un gestionnaire de fonds spéculatif cherche à réaliser des rendements absolus en décelant le plus grand nombre possible d'occasions de profits insensibles aux fluctuations du marché — dans le jargon de la profession, on parle de l'*alpha* (rendements indépendants de l'évolution du marché) par opposition au *beta*. Comme les marges sur les opérations de ce type sont souvent réduites, on recourt à l'*effet de levier* et à une gestion prudente des risques pour obtenir de bons rendements avec une moindre volatilité. Les rendements ajustés du risque sont la principale variable de performance. La mesure la plus utilisée est le ratio de Sharpe, c'est-à-dire le rapport entre le rendement médian et son écart-type. Plus il est élevé, plus le rendement ajusté du risque est important pour une mesure donnée du risque.

Par conséquent, ce n'est pas la capacité de prévoir correctement les tendances des marchés qui détermine la rentabilité des fonds spéculatifs, mais l'aptitude à détecter des possibilités momentanées de gains. Pour croire à leurs chances de succès, il faut écarter, ou au moins assouplir, l'hypothèse bien connue de l'efficacité des marchés, selon laquelle aucun modèle cherchant à prévoir le sens de l'évolution des prix d'actifs n'y parviendra sensiblement mieux que quelqu'un qui joue à pile ou face. On peut néanmoins penser que les activités des fonds spéculatifs sont favorables à l'efficacité des marchés : en cherchant sans cesse à éliminer les distorsions

Approche globale. Les gestionnaires peuvent investir sur n'importe quel marché, en utilisant toutes sortes d'instruments, pour profiter d'anomalies des prix du marché résultant de modifications de la conjoncture mondiale, de la situation géopolitique, de la configuration globale de l'offre et de la demande, ou d'autres changements de grande ampleur.

Achat/vente. Les gestionnaires prennent des positions longues sur des titres dont ils prévoient la hausse et des positions courtes sur d'autres titres susceptibles de baisser afin de protéger le portefeuille de la volatilité du marché. Ils peuvent, par exemple, constituer un portefeuille avec des positions longues sur les sociétés les plus fortes d'un secteur et des positions courtes correspondantes sur les plus faibles.

Neutralisation de l'exposition. Les gestionnaires prennent des positions de même montant à l'achat et à la vente, neutralisant totalement ou presque l'exposition d'un portefeuille au risque de marché.

Arbitrage de volatilité. Les gestionnaires vendent des options d'achat et de vente à court terme pour profiter de la perte de valeur de la prime et de la tendance de la volatilité à revenir à la moyenne, en utilisant des options sur indices et/ou des options sur contrats à terme.

des prix, ils contribuent à les faire converger plus vite et plus efficacement vers leur niveau d'équilibre, limitent les erreurs de valorisation des marchés, lissent les prix et peuvent jouer un rôle stabilisateur «en achetant bas et en vendant haut».

Démythifions les fonds spéculatifs

Ces dernières années, les fonds spéculatifs, leurs effets sur la stabilité financière mondiale et le degré de réglementation ou de supervision dont ils font l'objet ont suscité beaucoup de débats et d'inquiétudes — surtout depuis qu'il a fallu, en 1998, renflouer un important fonds américain (encadré 3). En réalité, ces inquiétudes sont exagérées. Considérons deux des principaux mythes.

1^{er} mythe : les fonds spéculatifs peuvent orienter les marchés financiers dans leur intérêt ou les déstabiliser. Au terme d'une analyse exhaustive, l'autorité américaine des marchés financiers (SEC) a récemment conclu que la capacité des fonds de déterminer la tendance des marchés n'était pas démontrée, et plusieurs études n'ont pas pu établir leur responsabilité dans la crise asiatique ou lors d'autres épisodes agités de l'économie mondiale (Eichengreen and others, 1998). Certes, le dénouement des «carry trades» (opérations consistant à emprunter à un taux d'intérêt faible et à prêter à un taux plus élevé) a contribué à la crise du mécanisme de change européen en 1993, à celle du peso en 1994–95 et à la

crise asiatique de 1997–98. Mais la cause essentielle de ces événements était le déséquilibre entre les taux de change et les données économiques fondamentales — et non l'action des intervenants sur les marchés financiers. En fait, il ressort de l'étude du FMI dirigée par Eichengreen que les fonds spéculatifs, en acceptant de prendre le risque d'acquérir certains actifs déjà fortement dépréciés, ont permis d'amortir la chute pendant la crise asiatique et d'avancer la date de la reprise.

La vérité est que les fonds spéculatifs rendent les marchés plus efficaces et, dans bien des cas, plus liquides, comme l'ont reconnu la Réserve fédérale, la SEC et le FMI. D'abord, ils contribuent à corriger les excès des marchés; ensuite, ils aident les banques et autres créanciers à dégrouper les risques liés à l'activité économique réelle en intervenant activement sur le marché des instruments titrisés. Enfin, comme leurs rendements sont souvent moins corrélés avec les marchés des obligations et des actions, les fonds spéculatifs donnent aux institutions de placement plus classiques un moyen de contenir les risques en diversifiant leurs portefeuilles.

2^e mythe : les fonds spéculatifs ne sont ni réglementés, ni supervisés. Aux États-Unis, ils sont bel et bien réglementés et surveillés, directement ou indirectement, par sept entités publiques (la Réserve fédérale, le Trésor, la SEC, la Commission des marchés à terme des matières premières ou CFTC, l'Association nationale des marchés à terme ou NFA, le Contrôleur de la monnaie et la Société fédérale d'assurance des dépôts ou FDIC) et par de nombreux organismes internationaux.

Encadré 3

La faillite du fonds LTCM

Des faillites se produisent sur tous les marchés et les fonds spéculatifs ne sont pas à l'abri. L'exemple le plus connu est celui de Long-Term Capital Management (LTCM), un fonds spéculatif réputé qui perdit la totalité de ses fonds propres à l'automne 1998. Une soudaine poussée de volatilité du marché pendant l'été 1998 gonfla très rapidement les pertes de LTCM et l'obligea à déposer son bilan. Outre le caractère imprudent de certaines stratégies, la faillite de LTCM avait deux raisons principales : les systèmes de gestion des risques du fonds et de ses banques étaient déficients; LTCM détenait sur certains actifs des positions excessives au regard de l'importance du marché de ces actifs. Quand la tendance des prix lui devint défavorable, il ne put liquider assez vite ses avoirs. Les ventes précipitées faites pour ajuster le portefeuille gonflèrent les pertes. Compte tenu du montant élevé des positions du fonds et des liens avec de nombreuses autres institutions financières, les difficultés de LTCM pourraient créer un risque systémique, ce qui amena les autorités à intervenir.

Après un examen approfondi de l'activité des fonds spéculatifs, motivé par cette faillite, les sociétés qui travaillent avec eux surveillent de plus près la gestion du risque de contrepartie. En outre, les institutions responsables de la réglementation financière ont partout renforcé la supervision des fonds spéculatifs. Plus important peut-être : la profession elle-même a repensé sa gestion, et les fonds les plus puissants ont fixé les principes directeurs des meilleures pratiques. Un suivi au moyen d'évaluations, comme celle qui fut effectuée en 2002 par le Forum de stabilité financière, montre que la discipline de gestion des risques est plus rigoureuse et que l'on utilise moins l'effet de levier.

Un phénomène durable

En résumé, si l'autre appellation des fonds spéculatifs est «fonds de couverture», c'est bien parce qu'ils utilisent toute la gamme des techniques de couverture pour limiter la volatilité des portefeuilles. Ils suscitent de plus en plus d'intérêt, au fur et à mesure que les patrimoines augmentent à l'échelle mondiale et que ceux qui en possèdent le plus cherchent à les préserver face à l'instabilité des marchés. Compte tenu des préoccupations en matière de transparence et de supervision, les pouvoirs publics tentent de concevoir de nouvelles méthodes pour satisfaire le besoin public de stabilité financière et de protection des investisseurs, tout en permettant à ces derniers de bénéficier de l'apport des fonds spéculatifs aux marchés financiers. ■

Angel Ubide est Directeur pour l'économie mondiale à Tudor Investment Corporation.

Bibliographie :

Eichengreen, Barry J., and others, 1998, Hedge Funds and Financial Market Dynamics, *IMF Occasional Paper No. 166* (Washington: International Monetary Fund).

Fonds monétaire international, 2004, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, September 2004, *World Economic and Financial Surveys* (Washington).

—, 2005, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, April 2005, *World Economic and Financial Surveys* (Washington).

Forum de stabilité financière, 2002, “The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions (HLIs): An Assessment” (Basel).

Managed Funds Association, 2003, “2003 Sound Practices for Hedge Fund Managers” (Washington).