

# L'approche des banques dans la gestion alternative

**Les départements de compte propre des banques sont friands de gestion alternative. La performance de ce type de gestion et la diversification des stratégies restent primordiales, mais les banques n'en oublient pas pour autant d'être exigeantes sur le contrôle et le suivi des risques.**

■ Les banques ont longtemps pratiqué la gestion alternative comme Monsieur Jourdain faisait de la prose sans le savoir. Des *desks* d'arbitrage spécialisés (*single strategy*) aux prises de position de la gestion « actif-passif », les techniques mises en œuvre, les objectifs de gestion, l'allocation des risques entre les stratégies ont fait des départements de compte propre des banques les premiers *hedge funds*, bien avant que ceux-ci se soient constitués comme un segment significatif de la gestion collective. Cette antériorité dans le métier n'a pas dissuadé les banques d'investir, pour leur propre compte, dans les fonds alternatifs. C'est cette activité significative d'investisseur (environ 20 % des encours de gestion alternative seraient souscrits par des banques) qu'il paraît intéressant d'analyser, le manque de données sur le sujet pouvant être compensé par l'observation de quelques expériences.

Le motif invoqué le plus souvent par les banques pour investir dans un fonds est le souci de diversification. Ainsi, les stratégies pour lesquelles les banques ne disposent pas de spécialistes « en interne » sont presque toujours leurs premiers investissements alternatifs. Elles trouvent aussi dans les fonds alternatifs un *benchmark* pour leur activité de compte propre. En effet, il n'est pas facile de juger si les conditions de marché pour le *proprietary trading* ont été favorables : les concurrents sont avarés de commentaires et, a contrario,

la publication, par des organismes de recherche sur les *hedge funds*, d'indices de performance spécialisés par stratégie, et calculés suivant une méthodologie claire, permet d'objectiver l'évaluation des opérateurs.

Les opérateurs de banque se voient en général attribuer des limites de risques pour l'année, ce qui signifie que l'allocation tactique entre les différentes stratégies est extrêmement difficile à pratiquer. Retirer, en cours d'année, des limites à un *trader* qui a réalisé des profits pour augmenter celles d'un autre, dont l'activité présente plus de potentiel ou une meilleure diversification, est nettement plus complexe que de modifier la pondération d'un fonds de fonds alternatifs. Cette souplesse peut pousser certaines banques à limiter l'ampleur du *trading* interne au profit d'investissements dans la gestion alternative.

*« Les banques sont des investisseurs particulièrement exigeants en termes de contrôle et de suivi des risques. »*

Enfin, le processus d'investissement dans les *hedge funds* va donner aux banques un outil de veille concurrentielle. Des techniques de gestions nouvelles, reposant souvent sur des mé-

thodes quantitatives très élaborées, y sont mises en œuvre avec un niveau de transparence qui est suffisant pour suggérer des voies de développement aux banques les plus imaginatives.

Au total, il n'est pas rare de trouver des banques qui, après quelques années de test, ont constitué un véritable « fonds » (même si juridiquement, il n'en a pas le statut), avec un objectif de volatilité ou de « *Value at Risk* », et investissant dans l'ensemble des stratégies alternatives disponibles.

## Des investissements encadrés

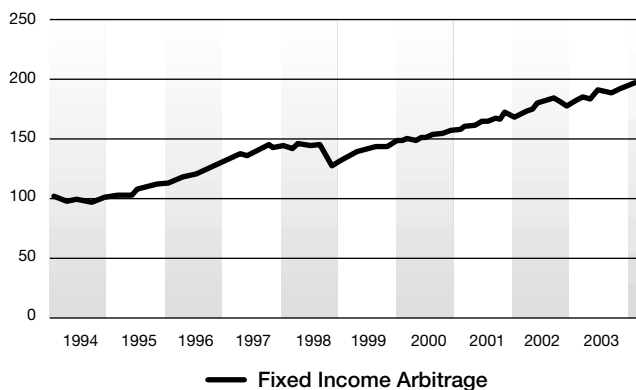
Les banques sont des investisseurs particulièrement exigeants en termes de contrôle et de suivi des risques. La maîtrise du risque opérationnel, l'indépendance et la transparence des méthodes de valorisation doivent tenir la comparaison avec les procédures bancaires.

Pour ce qui est du risque de marché, les banques sont plus sensibles à l'analyse des risques *ex-ante*, c'est-à-dire à la réalité des positions prises au jour le jour par les gérants qu'aux calculs *ex-post*, qui, s'ils sont effectués sur des périodes trop courtes, peuvent masquer la réalité des risques. Un *hedge fund* investissant dans un portefeuille d'obligations privées peut ainsi présenter durant une longue période une volatilité faible, un rendement intéressant, et une corrélation quasi-nulle avec le marché actions.

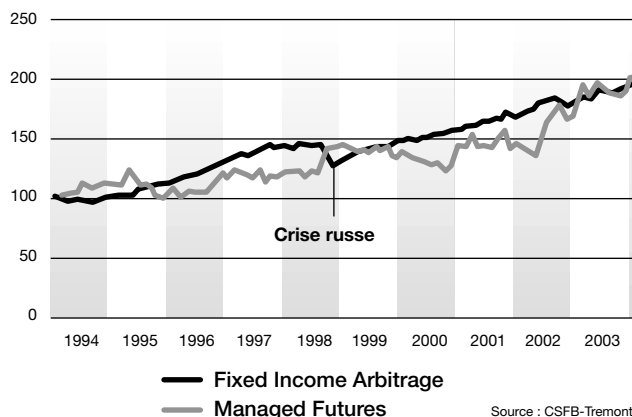
**Pierre Valentin**  
Gérant  
Membre du directoire  
**Equal Alternative**  
**Asset Management**



## 1. Indice CSFB-Tremont Fixed Income Arbitrage



## 2. Indice CSFB-Tremont



De telles caractéristiques sont obtenues d'après les modèles dits « de la firme », si les émetteurs ont une capitalisation boursière suffisamment élevée par rapport au montant de leur dette. Lorsque l'action baisse modérément, le *spread* de crédit n'est quasiment pas affecté. Mais si l'action baisse fortement, le *spread* devient de plus en plus corrélé négativement au cours de l'action, ce que l'expérience de 2002 a bien montré.

L'importance du risque de crédit ou d'un risque présentant le même profil ne peut donc pas être décelée seulement sur des bases d'historiques de performance, et cette réalité est en général très bien perçue par les investisseurs bancaires. Il est probable que les banques se montreront très intéressées par le développement récent de « plate-formes », qui récupèrent pour le compte des investisseurs des informations sur les positions des *hedge funds*, informations qui peuvent être agrégées.

La volatilité des fonds est, d'une façon générale, un indicateur insuffisamment précis pour des investisseurs qui pilotent l'ensemble de leur activité à partir de la *VaR* des positions, laquelle est, pour certaines banques, la base du calcul des besoins en fonds propres. Pour les actifs qui présentent une distribution normale de leurs rendements, le rapport *VaR*/volatilité est constant (pour une espérance nulle). Par contre, la question se pose dans le cas d'un fonds. Une illustration de ce phénomène est donnée par le graphique 1, qui représente l'évolution depuis janvier 1993 de l'indice CSFB-Tremont des *hedge funds* spécialisés dans le « *fixed income arbitrage* » (cette technique de gestion regroupe des fonds actifs sur l'arbitrage de taux et sur le risque de crédit, les deux spécialités étant par-

fois présentes dans le même fonds). On constate une faible volatilité, alors que le quantile à 95 % des performances mensuelles observées ferait apparaître une perte relativement forte (plus élevée que celle correspondant à une approximation « normale »). Cet effet est probablement relié à la présence de risque de crédit.

### Diversifier les techniques de gestion

Un autre aspect de l'approche particulière des banques est lié à la recherche d'activités de diversification. Une fois de plus, cette exigence est très précisément définie. Il ne s'agit pas seulement d'ajouter aux activités existantes un investissement dans un fonds indépendant (corrélation nulle) du résultat de la banque, ou même dans un fonds présentant une corrélation négative sur longue période avec ce résultat. Il faut aussi vérifier que lors des périodes de crise financière, qui sont en général peu propices aux activités de marché, l'investissement a été profitable, tout en étant bien entendu sur longue période.

Une étude sur les *hedge funds*, publiée en novembre 2001 par SAIS Group a dénombré cinq situations de crise au cours de la période 1991-2001. Le « meilleur » style de gestion alternative, au sens de ce critère, réalise des performances positives dans quatre de ces cinq situations : il s'agit de la gestion « *Managed Futures* » (graphique 2) qui illustre les mérites de celle-ci lors de la crise russe de 1998). Inversement, un style de gestion comme le *Fixed Income Arbitrage*, qui contient du risque de crédit et est représentatif d'une activité de marché pour compte propre de banque, est particulièrement en difficulté. Ce ré-

sultat est corroboré par les décisions d'investissement de certaines banques qui recherchent des FCIMT (Fonds communs d'intervention sur les marchés à terme) sur la base de leurs propriétés « anti-crise ».

Enfin, il faut noter que les banques sont, plus que d'autres, attentives à la part de la performance alternative qui s'explique par une exposition durable (biais long) sur le marché actions. Du fait de l'importance des fonds *long/short equity* (environ un tiers des fonds alternatifs) et du biais présenté par ce type de fonds, la performance des indices alternatifs globaux est assez corrélée au marché des actions (autour de 0,5 suivant les indices et les marchés d'actions rete-

*« C'est la recherche de "l'alpha", c'est-à-dire la part de la performance non liée aux grands indices, qui prévaut sur toute autre considération. »*

nus). Puisque les actions ont progressé depuis la création de ces indices, la contribution de ce biais a été nettement positive, mais elle ne représente pas une valeur ajoutée réellement alternative.

Mais, pour les banques comme une part croissante des investisseurs, c'est la recherche de « l'alpha » (la part de la performance non liée aux grands indices) qui prévaut sur toute autre considération. De plus en plus de gestionnaires de fonds purs ou de fonds de fonds sont amenés à en tenir compte. ●