

**CLASSE D'ACTIFS**

Les devises sont devenues une classe d'actifs à part entière. Des gestionnaires s'y sont spécialisés pour offrir aux investisseurs une couverture de leur portefeuille ou leur apporter une nouvelle source de rendement autonome. Peu de gérants parviennent toutefois à être durablement et significativement performants sur ce marché exigeant.

# Les monnaies s'ajoutent au menu des investisseurs

Les monnaies ont aussi leurs magiciens. Bill Lipschutz fait partie de ceux-là. Son terrain de chasse ? Le plus vaste marché de la planète, le marché « total », les devises et ses 3.200 milliards de dollars d'échanges quotidiens (lire encadré). Depuis une trentaine d'années, l'ancien trader légendaire de Salomon Brothers y gagne de l'argent. Beaucoup d'argent.

Entre 1992 et 2007, les fonds de son « hedge fund », Hathersage Capital Management, ont rapporté entre 12 % et 18 % par an aux investisseurs, soit deux à trois fois plus que les indices de référence Parker FX, en hausse de 6,4 %. Une prouesse plutôt rare car les rendements des gestionnaires sur les devises ont amorcé un déclin tendanciel depuis 1998, et peu d'entre eux s'avèrent talentueux dans la durée. (« Les gérants talentueux sont peu nombreux. »)

Pourtant, depuis deux ou trois ans, les devises suscitent un intérêt marqué en tant que classe d'actifs, à côté des traditionnelles actions et obligations. Les raisons ? Les très bonnes performances, jusqu'au début de la crise du « subprime », de la stratégie phare sur les monnaies, le « carry trade ». Mais, « revers de la médaille, le succès de cette stratégie a conduit nombre de gérants spécialisés sur les devises à la mettre en œuvre, ce qui s'est traduit par une hausse des corrélations entre les performances des gestionnaires », estime Arnaud Gérard, directeur de Pareto Investment Management (BNY Mellon).

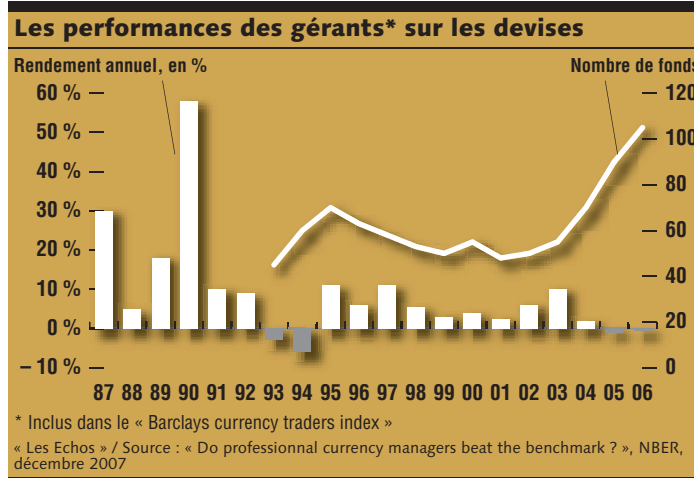
Autre intérêt, la diversification apportée par cette classe d'actifs, car « en règle générale, les devises sont peu

ou pas corrélées aux autres grandes classes d'actifs (actions, obligations...), mais il existe parfois des périodes ponctuelles où ce n'est plus du tout le cas, comme par exemple lors de la crise de l'été dernier où les stratégies de « carry trade » ont été fortement corrélées à l'évolution des marchés boursiers », explique Xavier Lefèvre, responsable de la gestion chez Overlay AM (BNP Paribas).

Aujourd'hui, la gestion des monnaies apporte couverture et performance. « Pour un fonds d'obligations internationales, non couvert du risque de change, autour de 80 % de sa volatilité peut être attribuée aux mouvements des devises sous-jacentes. Pour un fonds d'actions internationales, la contribution des monnaies est plus faible, autour de 30 %. Nous répondons aux besoins de couverture de nos clients dans le cadre de mandats de gestion visant à immuniser leurs portefeuilles contre le risque de baisse de leur devise d'origine », explique Hélié d'Hautefort, directeur général d'Overlay AM.

## Large fourchette d'objectif

Chez ce dernier, la fourchette d'objectif de performance annuelle des fonds de performance absolue sur les devises va de 2,5 % à 25 %, et le levier utilisé de 0,5 % à 4,5 %. Les portefeuilles sont généralement concentrés avec 5 grosses positions par fonds, correspondant par exemple à une conviction forte sur un couple de devises (euro-dollar, dollar-yen...). Selon les estimations globales de Mercer pour 2006, les appels d'offres sur les devises ont représenté 2,2 % du nombre d'opérations, mais 8,3 %



des montants levés. C'est un signe de leur reconnaissance croissante en tant que classe d'actifs. Cela s'est traduit par un accroissement de l'offre de fonds spécialisés. Quelques sociétés de gestion ont historiquement choisi d'en faire leur activité exclusive. C'est notamment le cas de FX Concepts, Pareto, Overlay AM, Millennium, Record ou Hathersage Capital Management. A ses débuts, Bridgewater Associates, un grand « hedge fund », s'est spécialisé sur la couverture de change, dont il fut l'un des pionniers. C'est dans les années 1980 que des institutions comme la Banque mondiale ou des groupes comme General Motors ou Kodak ont souhaité trouver des solutions pour protéger leurs portefeuilles contre la baisse de la devise dans laquelle ils étaient libellés.

Mais ce n'est que beaucoup plus tard, vers 2000, que les devises sont

apparues aux investisseurs comme une source de rendement autonome, avec des hauts et des bas. « Alors que 2003 fut une année relativement facile à négocier sur les devises avec, par exemple, une baisse prononcée du dollar, 2005 et 2006 ont été plus délicates, avec peu de tendances affirmées et des mouvements erratiques sans direction claire, rappelle Hélié d'Hautefort. A partir du début de la crise du « subprime » au début de l'été 2007, la volatilité a nettement remonté sur les grandes devises du G10. Leur volatilité était historiquement très basse, elle avait ainsi été divisée par près de deux depuis 2000, ce qui a pu expliquer en partie la baisse des performances de certains gestionnaires sur cette classe d'actifs. »

Parmi les stratégies mises en œuvre pour gagner de l'argent, outre le célèbre « carry trade », figure par exemple le suivi de tendance. Son

## Terrain de chasse

Les gérants sur les monnaies ne sont pas à l'étroit sur leur marché car ce n'est pas moins de 3.200 milliards de dollars qui y sont échangés chaque jour, selon l'enquête triennale de la Banque des Règlements Internationaux réalisée en 2007. Un montant multiplié par près de 3 depuis 1995, et en hausse des deux tiers par rapport à 2004. Sur ce chiffre colossal, un tiers est attribuable aux transactions au comptant, et le reste aux opérations à terme et aux transactions d'échange de devises (swaps). L'euro-dollar est la parité la plus négociée avec plus du quart des volumes, suivie par la parité dollar/yen et la parité dollar/sterling, qui représente chacune 12 % à 13 % des transactions. La première place mondiale pour les monnaies reste de très loin Londres. Celle-ci a vu son leadership renforcé depuis 2004, sa part de marché grimant de 31,3 % à 34,1 %, alors que New York voyait la sienne reculer de 19,2 % à 16,6 %. Une multitude d'acteurs (banques, fonds d'arbitrage, entreprises, banques centrales...) traite chaque jour sur ce vaste marché. Un certain nombre d'entre eux n'essayent pas d'en tirer un profit dans l'immédiat. Ce peut être une entreprise qui doit acheter telle devise pour ses règlements et non pas pour spéculer. Les banques, elles, ne s'en privent pas...

principe ? Identifier et capter une tendance, baissière ou haussière, sur une monnaie, en faisant le pari qu'elle se poursuive et persiste un certain temps sous un effet « momentum ». A partir de 2001, le suivi de tendance s'est avéré moins profitable dans des marchés de devises erratiques, sans direction. Cette stratégie, encore présente, est souvent effectuée de manière systématique, à l'aide d'ordinateurs puissants.

Cette orientation quantitative est d'ailleurs dominante sur les devises, avec près de deux tiers des acteurs qui ont opté pour cette démarche. Exemple, « chez Pareto, nous avons une approche très systématique et quantitative de la gestion des devises. Ce sont nos modèles qui donnent les signaux d'achat-vente, signaux complétés le cas échéant par l'intervention « humaine ». Nous essayons notam-

ment d'anticiper les corrections liées à des phénomènes d'exagération et d'accumulation de positions sur une stratégie donnée (« carry trade... ») afin d'en tirer parti », explique Arnaud Gérard. Ce sont, en Europe, les investisseurs institutionnels de pays comme les Pays-Bas qui sont les plus avancés et sophistiqués en matière d'utilisation des devises, que ce soit pour leur couverture ou comme source de rendement autonome. La raison ? La plus forte internationalisation de leur portefeuille, hors de la zone euro, qui les a conduits plus tôt que d'autres à être sensibles aux problématiques de risque de change. En France, les fonds de fonds et les assureurs semblent jusqu'ici les plus ouverts. Le rythme de conquête de nouveaux clients dépendra autant des résultats des gestionnaires que de l'environnement. NESSIM AÏT-KACIMI