

Les hedge funds réservent peut-être un deuxième choc baissier à la bourse

Crise. Chronique des débâcles récentes de grands fonds et immersion dans le monde de l'alternatif genevois

Myret Zaki

Argent facile, dérivés complexes, systèmes faillibles: tel a été le cocktail qui sonne aujourd'hui de nombreux hedge funds.

Selon Hedge Fund Research, toutes les stratégies alternatives sont en territoire négatif sur le mois d'août (graphique). Mais l'impact des pertes dans certaines stratégies spécifiques serait plus grave que ne le laissent présager les indices globaux, confient les gérants.

Tout a commencé au printemps, lorsque des sociétés de hedge funds parmi les plus prestigieuses se sont trouvées exposées à des titres illiquides (difficiles à vendre rapidement) sur le marché du crédit. «Le facteur déclencheur s'est produit lorsque les agences de notation se sont mises à baisser la note de ces paquets de risque de crédit ficelés par les banques», explique François Gilliéron, conseiller financier à Genève.

Premiers acheteurs de dette «subprime» titrisée, les hedge funds ont alors vu la valeur de leurs portefeuilles et la liquidité de leurs stratégies terrassées par l'effondrement de valeur des dérivés de crédits (CDO) immobiliers américains en juillet.

Cette première onde de choc a causé les liquidations de Dillon Read Capital Management, le hedge fund interne de UBS. Deux fonds prestigieux de Bear Stearns ont ensuite fait faillite, laissant les investisseurs sur le carreau. D'autres ont frôlé la faillite, dont United Capital à Boston et Basis Capital en Australie.

Ces fonds détenaient des portefeuilles de CDO et de titres adossés à des hypothèques (MBS) dont certains étaient valorisés selon des modèles théoriques. Lorsque la valeur de marché des titres sous-jacents a sombré, les fonds ont fait face à des appels de marge, ce qui les a forcés à liquider les actifs liquides. Un appel de marge intervient quand la valeur des garanties d'un prêt (titres hypothécaires subprime ou actions) que le courtier (prime broker) a accordé au hedge fund devient inférieure au crédit.

«Les portefeuilles de CDO n'avaient plus de prix, et pour répondre aux appels de marges, les gérants alternatifs ont marqué ces lignes à zéro ou à la moitié de leur valeur, puis se sont refinancés auprès de leurs banques, qui à leur tour se sont refinancées auprès des banques centrales», résume un gérant. Les pertes directes d'investisseurs en dette structurée subprime s'estiment à 90 milliards de dollars.

Cette crise a forcé un dénouement massif d'opérations à fort effet de levier construites ces cinq dernières années à la faveur de taux d'intérêt plancher et d'une volatilité proche de zéro.

L'effet de levier consiste, pour un hedge fund, à contracter un crédit sur marge auprès de son courtier, qui garde les actions en garantie. Le hedge fund peut donc investir de l'argent (ex: 70% de la valeur d'achat d'un paquet d'actions) pour lequel il ne paie qu'un taux d'intérêt préférentiel. L'investissement de cet argent emprunté lui permet de démultiplier le montant des gains.

Les hedge funds avaient atteint cette année des sommets de levier. En mai, la dette sur marge sur le New York Stock Exchange s'élevait à 353 milliards de dollars, une hausse record de 11% par rapport à avril. Des fonds alternatifs acheteurs de titres «subprime» avaient emprunté entre 10 et jusqu'à 20 dollars pour un dollar investi pour leurs clients.

Alors que jusque-là, le séisme avait pour foyer la dette titrisée immobilière, mi-août, ce sont les stratégies d'arbitrage statistique de certains gros hedge funds qui ont été à l'origine d'une forte déstabilisation des marchés financiers. Les modèles mathématiques réputés infaillibles de ces fonds ont révélé leurs limites en périodes de soudaine volatilité.

La totale similitude des positions, des stop-loss (ordres automatiques de vente lorsque l'investisseur passe en dessous de son seuil de pertes), et des facteurs d'évaluation à l'origine des signaux d'achats et de vente de ces systèmes «sans émotion» a causé des moins-values en série chez les plus grands noms de

ces stratégies.

En cinq jours, Goldman Sachs perdait 27% sur son Global Alpha Fund. Sur la première dizaine du mois, le fonds Valence de DE Shaw perdait 22%; le fonds Institutional Equities de Renaissance perdait 9%, l'Absolute Return d'AQR perdait 13%, et Tykhe Capital, autre grand nom, annonçait jusqu'à moins 31% sur ses fonds d'arbitrage.

Depuis, certains de ces fonds, qui avaient des réserves de cash leur permettant de rester investis et de ne pas réaliser les pertes, ont pu nettement réduire leur déclin. Mais la grande majorité, faisant face à des appels de marges, ont dû couper les pertes.

Puis ce fut au tour d'autres grandes enseignes de l'alternatif de fermer boutique la semaine dernière: Sowood Capital a vu ses fonds Alpha perdre la moitié de leur valeur. Surendettée, la firme a dû vendre tous ses portefeuilles de crédit à Citadel. Le fonds de pension de Harvard y aura laissé pas moins de 350 millions de dollars.

La crise subprime s'étendant au marché des papiers commerciaux adossés à des actifs (ABCP), d'autres fonds ont fait face à des liquidations forcées d'actifs. Ce fut le cas du fonds Mainsail II de la firme londonienne Solent Capital, qui avait investi dans des CDO et des MBS. Une autre grande firme de gestion, Sentinel Management Group, a fait faillite, causant notamment une perte de 27% en août pour le hedge fund français Capital Fund Management.

La crise s'étendant au marché actions, la stratégie classique «Long/Short Equity», qui combine les positions d'achat et de vente à découvert d'actions, est aussi à la peine. Le fonds européen du géant britannique GLG perd 4,4% en août.

Les gérants long/short étaient orientés très longs avant le mois de juillet. Certaines pertes s'expliquent donc par la direction du marché. En outre, un certain nombre de vendeurs à découvert ont été pris de court par la forte hausse de leurs «shorts», lorsque des fonds d'arbitrage statistique ont dû soudain liquider leurs propres positions courtes par le rachat de ces mauvais titres. Certains gérants ont parlé de «short squeeze» historique.

De nombreux hedge funds seront mis hors circuit cette année. Selon les experts, le taux de mortalité pourrait doubler dans l'industrie, passant des 8% habituels à 16%, et d'ici à cinq ans seuls les deux tiers des 9800 fonds actuels existeront.

© Le Temps, 2007