

# LES *HEDGE FUNDS* ONT-ILS UNE INFLUENCE DÉSTABILISANTE ?

PATRICK ARTUS \*

**I**l faut d'abord définir les *hedge funds*. Cette catégorie de fonds s'est considérablement développée. L'encours géré par les *hedge funds* est passé de 120 Md\$ en 1996 à 1 800 Md\$ fin 2007. Cela étant, cet encours reste petit par rapport à celui des assureurs et fonds de pension (presque 10 000 Md\$ aux seuls États-Unis) ou des fonds souverains dont on parle beaucoup dans la période récente (3 500 Md\$).

103

Qu'est ce qui différencie les *hedge funds* des autres investisseurs ? Essentiellement deux caractéristiques : l'usage du levier d'endettement et la capacité à avoir une position longue sur certains actifs et courte sur d'autres alors que les fonds d'investissement traditionnels ont seulement des positions longues (ils sont *long only*) et n'utilisent pas normalement l'effet de levier.

Cela étant, il existe de très nombreuses catégories de *hedge funds* : *long short equities* (position en actions) ; *distressed, even-driven, merger arbitrage* (qui utilisent des événements - acquisitions, redressements... - pour investir dans le capital d'entreprises) ; *convertible arbitrage, fixed-income arbitrage, statistical arbitrage* (qui sont des fonds de *relative value*) ; *emerging markets* ; CTA (qui profitent de tendances sur les marchés) ; *global macro* (qui ont des positions liées à des vues macro-économiques)... La performance de chaque catégorie de *hedge funds* est liée à des variables spécifiques : performances des marchés (d'actions, de crédit), volatilité, dispersion, évolution des taux d'intérêt, des prix des matières premières, des taux de change...

Il s'agit donc d'un univers divers, ayant seulement de grandes caractéristiques communes. Pour simplifier, nous allons considérer les

---

\* Directeur de la recherche et des études, NATIXIS.

*hedge funds* comme un tout, en examinant quatre conséquences du développement des *hedge funds* :

- la variabilité accrue des marchés financiers ;
- la contagion des crises d'un marché à l'autre ;
- la gouvernance des entreprises.

### VARIABILITÉ ACCRUE DE MARCHÉS FINANCIERS

Contrairement à une idée reçue, les *hedge funds* ne sont pas des investisseurs individuellement risqués. Le tableau 1 montre les ratios de Sharpe (rapport entre l'excès de rendement par rapport au rendement sans risque et l'écart-type du rendement) qui mesurent la performance en termes de relation excès de rendements/risque, de différents actifs, dont les *hedge funds*.

**Tableau 1**  
**Rendement, écart-type et ratio de Sharpe**

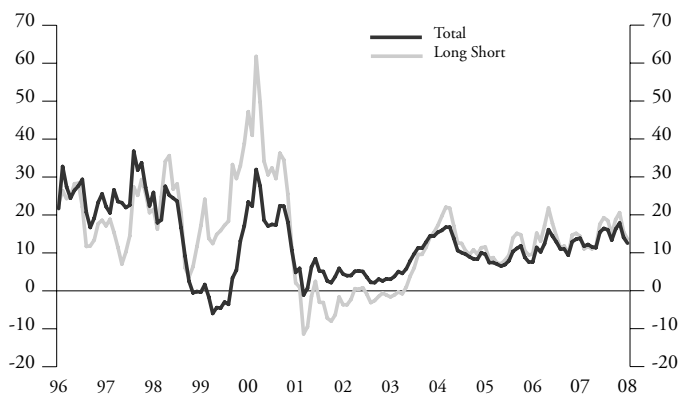
2003-juin2007	Obligations publiques US	Obligations publiques ZE	Obligations entreprises BBB US	Obligations entreprises BBB ZE	Obligations entreprises High Yield US	Obligations entreprises High Yield ZE
Moyenne	2,92	3,33	5,45	4,62	12,36	13,58
Volatilité	4,40	3,13	5,30	2,57	4,77	4,79
Sharpe Ratio	-0,04	0,25	0,45	0,80	1,95	2,30
2003-juin2007	Actions US	Actions ZE	Actions des émérgents	Pétrole	Matières premières hors pétrole	<i>Hedge funds</i>
Moyenne	15,08	21,73	38,82	26,91	16,68	13,02
Volatilité	8,35	11,99	16,27	31,19	30,71	4,17
Sharpe Ratio	1,44	1,60	2,20	0,76	0,44	2,39
2003 Novembre 2007	Obligations publiques US	Obligations publiques ZE	Obligations entreprises BBB US	Obligations entreprises BBB ZE	Obligations entreprises High Yield US	Obligations entreprises High Yield ZE
Moyenne	3,66	3,76	5,72	4,59	11,70	12,42
Volatilité	4,34	3,09	5,14	2,51	5,02	5,14
Sharpe Ratio	0,10	0,35	0,49	0,76	1,69	1,90
2003 Novembre 2007	Actions US	Actions ZE	Actions des émérgents	Pétrole	Matières premières hors pétrole	<i>Hedge funds</i>
Moyenne	14,85	20,06	42,89	31,58	22,00	13,06
Volatilité	8,38	11,88	16,76	31,09	30,84	4,37
Sharpe Ratio	1,39	1,46	2,37	0,91	0,61	2,25

Sources : Datastream, Merrill Lynch, NATIXIS

Notes : les indices utilisés sont pour les *hedge funds* HFRI ; les Govies Benchmark Datastream ; le Crédit Euro Iboxx ; le Crédit USD Lehman Brothers ; le *High Yield* Merrill Lynch.

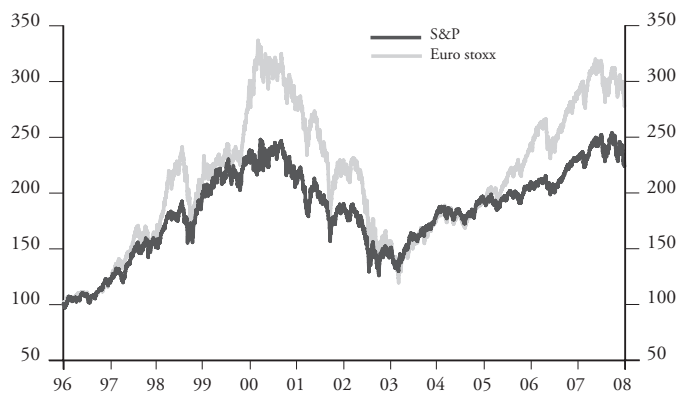
On voit que les *hedge funds* sont caractérisés par un rendement élevé relativement au risque (un ratio de Sharpe élevé). Ce sont donc des actifs assez peu risqués. D'où cela vient-il ? De ce que le rendement des *hedge funds* (graphique 1) n'est pas linéairement lié aux rendements des marchés financiers (obligations d'entreprises, surtout actions). Compte tenu de leur délai de réaction, les *hedge funds* sont négativement affectés par les reculs des marchés. Ainsi, en août 2007, le recul des cours boursiers (graphique 2) conduit à une performance négative (-3 % sur le mois) pour les *hedge funds*, mais dès septembre la performance redevient fortement positive, avec un rendement sur l'année 2007 pour l'industrie des *hedge funds* de 14 % environ.

**Graphique 1**  
Rendement des *hedge funds* (GA en %)



Sources : Datastream, CSFB-T.

**Graphique 2**  
Indice boursier (100 en 1996)

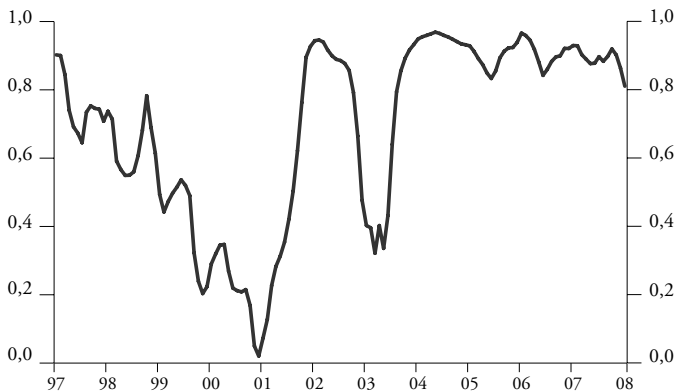


Sources : Datastream, NATIXIS.

Certains fonds ont naturellement des performances très mauvaises quand le marché actions (ou du crédit) recule. Ces fonds prennent des paris directionnels sur des tendances ou sur l'impact d'un catalyseur (de type opération de fusion-acquisition pour certains titres), paris qui échouent si les marchés se retournent brutalement à la baisse ; mais l'observation des rendements montre que, le plus souvent, les *hedge funds* gèrent leur exposition (corrélation) avec le marché (leur bêta), à la hausse quand le marché progresse, à la baisse quand le marché recule. Ces fonds amortissent, au contraire, l'impact des reculs des marchés sur leur performance (graphique 3).

On voit que le rendement des *hedge funds* est similaire au rendement des actions quand celui-ci est favorable (2003-2006) ; il est bien meilleur que le rendement des actions quand celui-ci est défavorable (2001-2003).

**Graphique 3**  
Corrélation glissante sur 24 mois des rendements  
des *hedge funds* avec l'indice MSCI Monde en \$



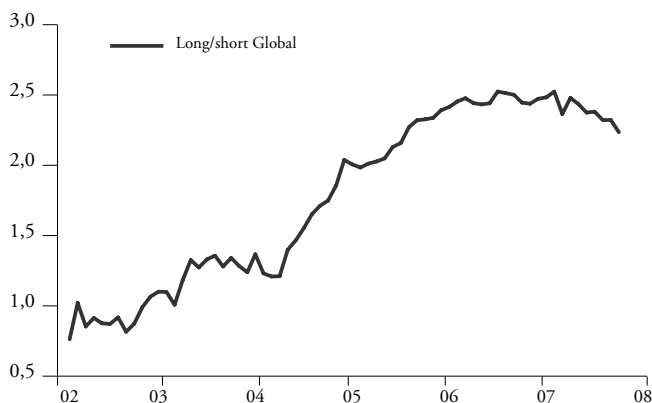
Sources : Datastream, NATIXIS.

La grande différence entre les *hedge funds* et les fonds d'investissement classique est donc leur capacité à gérer rapidement au cours du temps leur sensibilité aux évolutions de marché (leur bêta), ainsi que leur niveau de levier d'endettement (graphique 4).

Les *hedge funds* accroissent leur lien avec les marchés et leur prise de risque lorsque l'évolution des marchés est favorable, les réduisent lorsqu'elle est défavorable. De ce fait, ils offrent aux investisseurs une « couverture intégrée » contre les risques de marchés, ce qui explique qu'ils apparaissent globalement comme des actifs peu risqués.

L'estimation économétrique permet de mettre en évidence ce lien

**Graphique 4**  
**Levier des stratégies *Long/short Equity***



Source : Datastream.

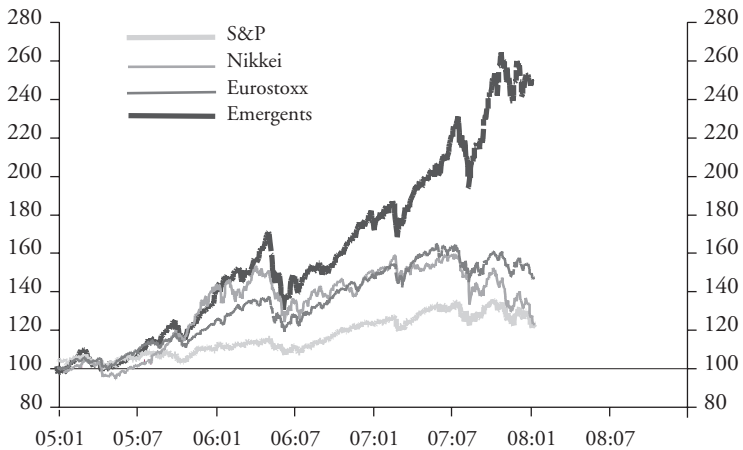
non linéaire (de type optionnel) entre le rendement des *hedge funds* et le rendement des actions. Lorsque le rendement des actions est négatif, les *hedge funds* se transforment en actif sans risque et leur rendement est indépendant de celui des actions, de l'ordre de 4 % ; lorsque le rendement des actions est positif, les *hedge funds* se corrént aux actions : l'élasticité du rendement des *hedge funds* au rendement des actions est alors de l'ordre de 0,9.

De manière peut être paradoxale, cette caractéristique de gestion prudente du risque par les *hedge funds* est déstabilisante globalement pour les marchés financiers. En effet, les *hedge funds*, dont l'encours géré est devenu substantiel, sont vendeurs quand les prix de marché (les cours boursiers, les *spreads* de crédit) baissent ; ils sont acheteurs quand les prix des marchés augmentent. Ceci vient du comportement de gestion des risques (de la corrélation aux marchés) décrit plus haut. Si une catégorie d'investisseurs sur un marché financier est vendeuse et non acheteuse lorsque les prix baissent, on voit qu'évidemment son influence est déstabilisante. Ceci avait déjà été observé dans le passé pour les garanties en capital associées aux fonds d'investissement, et qui impliquent des ventes en cas de baisse des cours. Il y a donc amplification des fluctuations spontanées des marchés financiers, ce qu'on a clairement observé.

Dans la période récente, on voit, aussi bien pour les cours boursiers (graphique 5) que pour les *spreads* de crédit (graphique 6), une hausse rapide des marchés (donc une baisse des *spreads*) interrompue par des « mini-crisis » brutales : mai-juin 2005, mai-juin 2006, février-mars 2007, juillet-août 2007, décembre 2007-janvier 2008 . Ces crises

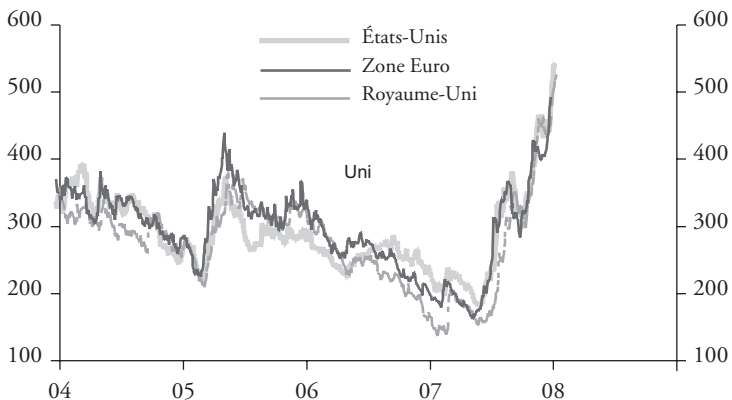
correspondent aussi à des remontées brutales mais de courte durée de la volatilité (graphique 7). Ces évolutions s'expliquent bien par le comportement des *hedge funds* : ils se corrélaient au marché quand le marché monte, se décorrèlent quand le marché baisse, d'où l'amplification possible de la hausse et de la brutalité des décrochages.

**Graphique 5**  
**Indice boursier (100 en 2005)**



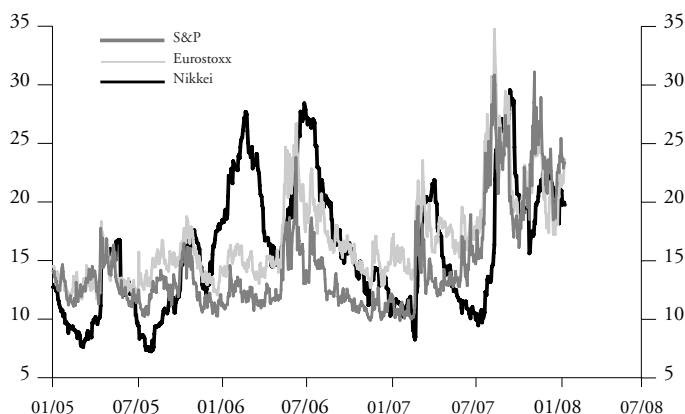
Sources : Datastream, NATIXIS.

**Graphique 6**  
**Spread de crédit High Yield contre swap**



Sources : Bloomberg, Merrill Lynch, Iboxx.

**Graphique 7**  
**Volatilité implicite des actions**



Source : Datastream.

On parvient donc à une première conclusion intéressante : contrairement à une idée reçue, les *hedge funds* sont des investisseurs prudents, ce que montrent, on l'a déjà vu plus haut, leurs ratios de Sharpe, qui, en majorité, se décorrèlent des marchés (actions, obligations d'entreprises, émergents...) quand l'évolution des marchés devient favorable. Mais c'est ce comportement prudent qui accroît la variabilité des marchés, puisque les *hedge funds* sont vendeurs lorsque les prix des actifs baissent.

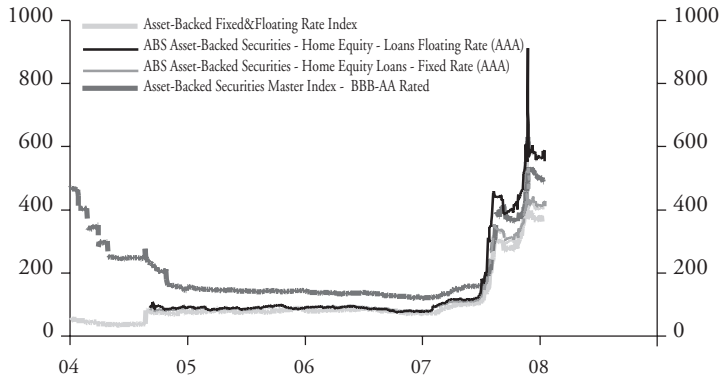
109

### *TRANSMISSION DES CRISES D'UN MARCHÉ À L'AUTRE*

La première caractéristique des *hedge funds* est donc que, comme ce sont en réalité des investisseurs prudents, ils transfèrent les risques vers les marchés et accroissent ainsi la volatilité de marché. Leur seconde caractéristique est qu'ils peuvent transmettre une crise d'un marché à l'autre. L'exemple de l'été 2007 est assez éclairant. La crise financière commence par la chute de la valeur des actifs complexes liés aux *subprimes*, en raison de la forte hausse des défauts sur les crédits *subprime* (17 % à la fin de 2007).

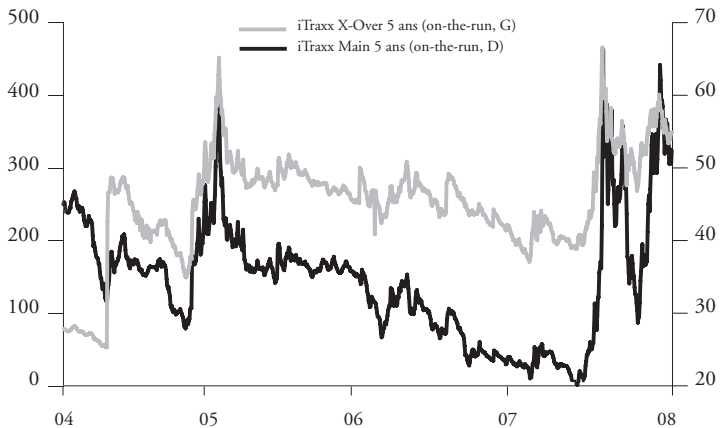
On voit donc naturellement une chute des prix (une hausse des *spreads*) pour les ABS bâtis à partir de crédits immobiliers (graphique 8). La crise se transmet ensuite aux autres produits structurés, comme les structurés de crédit (CDO) en raison de la similitude du montage entre ces produits et les ABS de crédit immobiliers, et de la perception par les investisseurs de l'insuffisance de la liquidité sur ces produits. On voit alors l'ouverture induite des *spreads* sur les CDS (graphique 9).

## Graphique 8 Spreads ABS



Source : Datastream.

## Graphique 9 Indice ITRAXX



Source : Datastream.

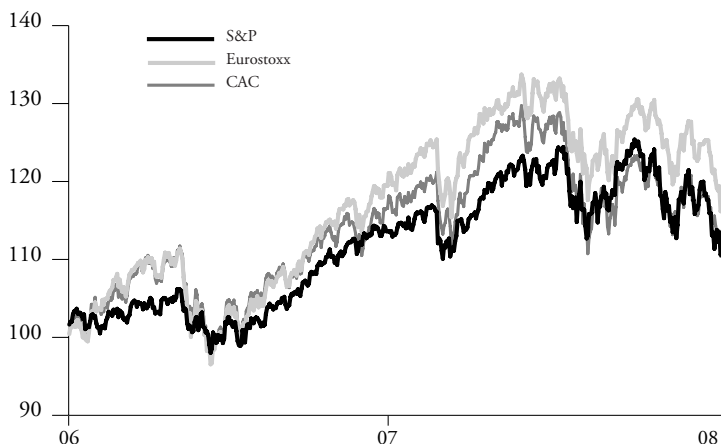
110

Ce recul important de la valeur des ABS et des CDO (produits titrisés basés sur ces crédits bancaires et structurés de crédit) génère des pertes chez les *hedge funds* qui détenaient ces actifs ; il génère aussi un durcissement des conditions du crédit par les banques qui fournissent le levier d'endettement aux banques (appel de marge, non renouvellement de certaines lignes de crédit, réduction du crédit en relation des actifs sous-jacents...) ; il génère enfin des sorties de certains investisseurs qui demandent aux *hedge funds* de leur rembourser leurs parts.



Pour obtenir la liquidité qui leur est nécessaire, les *hedge funds* doivent alors vendre des actifs détenus en portefeuille autres que ceux qui sont initialement affectés par la crise. C'est ainsi qu'on peut expliquer l'amplification du recul du marché des actions, à l'été 2007, au début de 2008 (graphique 10) avec les ventes d'actions, par certains *hedge funds* à la recherche de liquidité.

**Graphique 10**  
**Indice boursier (100 en 2006)**

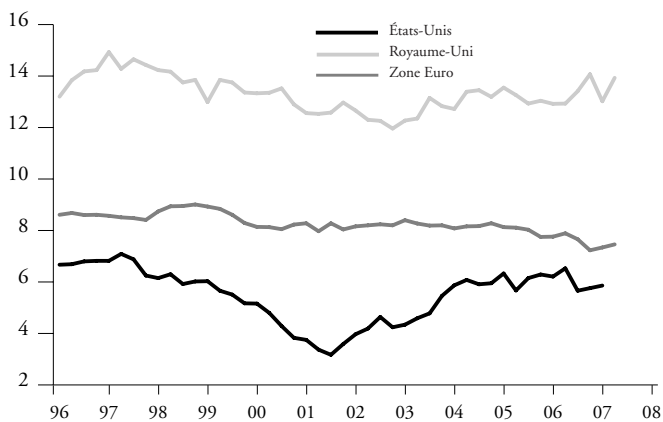


Source : Datastream.

C'est ce comportement des *hedge funds* qui peut expliquer aussi la déconnexion entre les déterminants fondamentaux de la valeur des actifs (par exemple, la rentabilité des entreprises toujours forte, les taux de défaut, toujours faibles, graphiques 11-12) et la valeur de marché de ces actifs (avec l'ouverture des *spreads* de crédits, voir graphique 6 plus haut).

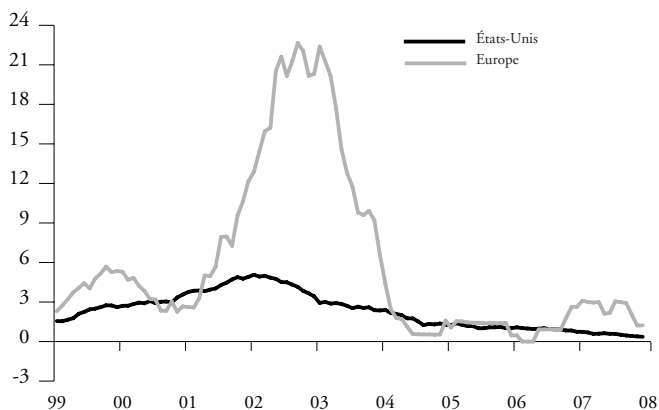
Comme on l'avait déjà vu lors de la crise des émergents de 1997-1998, le besoin de liquidité des *hedge funds*, devenu beaucoup plus important en 2007, implique qu'ils vendent des actifs dont les fondamentaux n'ont pas varié, pour satisfaire le besoin de liquidité venant de la perte de la valeur d'autres actifs. Ceci transmet la crise, la perte de valeur, des marchés d'actifs où cette perte de valeur est légitime vers des marchés d'actifs où elle n'est pas fondée, d'où des mécanismes de contagion fondamentalement incompréhensibles.

**Graphique 11**  
**Profits nets (en % du PIB)**



Sources : Datastream, NATIXIS.

**Graphique 12**  
**Taux de défaut des entreprises *High Yield***



Sources : Datastream, Moody's.

112

### *GOUVERNANCE DES ENTREPRISES*

Le dernier point où le développement des *hedge funds* a un effet important est la gouvernance des entreprises. On sait, en effet, que la durée de détention des actions par les *hedge funds* est très courte par rapport à celle des autres investisseurs (tableau 2).

**Tableau 2**  
**Durée moyenne de détention des actions françaises cotées (France)**

Actions	2005 T3	2005 T4	2006 T1	2006 T2	2006 T3	2006 T4	2007 T1	2007 T2
<b>Françaises cotées</b>	<b>8 mois</b>	<b>9 mois</b>	<b>10 mois</b>	<b>10 mois</b>	<b>11 mois</b>	<b>11 mois</b>	<b>11 mois</b>	<b>10 mois</b>
Ménages	5 années 6 mois	5 années	4 années 7 mois	3 années 11 mois	4 années 3 mois	4 années	4 années 2 mois	4 années 1 mois
Sociétés	12 années 2 mois	11 années 2 mois	12 années 1 mois	10 années 10 mois	11 années 5 mois	12 années 8 mois	13 années	11 années 10 mois
Administrations publiques	11 années 1 mois	17 années 8 mois	12 années 10 mois	11 années 3 mois	16 années 1 mois	20 années 10 mois	32 années 9 mois	33 années 3 mois
Associations	3 années 1 mois	3 années 5 mois	4 années 7 mois	3 années 4 mois	3 années 6 mois	7 années 5 mois	8 années 5 mois	7 années 11 mois
Établissements de crédit	6 mois	6 mois	7 mois	6 mois	7 mois	7 mois	8 mois	6 mois
Assurances	2 années 10 mois	3 années 3 mois	3 années 4 mois	4 années 2 mois	4 années 9 mois	4 années 9 mois	5 années 6 mois	5 années 10 mois
OPCVM	10 mois	1 année	1 année 1 mois	1 année 3 mois	1 année 4 mois	1 année 4 mois	1 année 4 mois	1 année 3 mois
<i>Hedge funds</i>	4 mois	5 mois	6 mois	6 mois	6 mois	6 mois	5 mois	5 mois

Source : Banque de France

Le développement des *hedge funds* a donc nettement raccourci la durée de détention moyenne des entreprises. Il s'est de plus développé une catégorie de fonds intermédiaires entre fonds de *private equity* et *hedge funds*, qui sont les « fonds activistes ». Ces fonds, tout en ne détenant qu'une faible fraction du capital d'une entreprise, veulent intervenir activement dans sa gestion et critiquent sa stratégie. On se trouve donc en présence d'investisseurs à horizon court qui peuvent être déstabilisants pour les dirigeants. Il n'est pas sûr, loin de là, que la gouvernance des entreprises soit améliorée par ces évolutions, avec les risques de court-termisme et d'incertitude amenée sur les stratégies à long terme.

Il est d'ailleurs significatif que beaucoup de dirigeants de grands groupes préféreraient avoir à leur capital des fonds souverains, malgré leur mauvaise réputation courante, que des *hedge funds*, en raison de la longueur de l'horizon des fonds souverains.

*CONCLUSION : LES HEDGE FUNDS,  
TRÈS FAVORABLES AUX INVESTISSEURS  
MAIS GÉNÉRATEURS DE RISQUES MACROÉCONOMIQUES*

114

Nous avons vu que la flexibilité de leur corrélation aux marchés des grandes classes d'actifs (actions, crédit) permettrait aux *hedge funds* d'être extrêmement attrayants pour les investisseurs : rendements élevés, risque faible, protection, grâce à cette corrélation flexible, contre les mouvements des marchés.

Mais le développement des *hedge funds*, favorable aux investisseurs de ce point de vue, fait apparaître trois types de risques globaux :

- déstabilisation des cours (des prix) sur les marchés des actifs, puisque la gestion des *hedge funds* les amène, en moyenne, à être acheteurs quand les prix sont élevés et vendeurs quand les prix sont bas. La variabilité macroéconomique des prix des actifs est donc accrue (alors même qu'au niveau microéconomique, les *hedge funds* assurent contre cette variabilité) ;
- contagion entre marchés d'actifs, les chocs justifiés sur certains marchés se transmettant à d'autres marchés où les déterminants fondamentaux de la valeur des actifs n'ont pas varié. Ceci est dû au besoin de liquidité qui apparaît pour les *hedge funds* lorsqu'ils réalisent des pertes sur certains marchés, et qu'ils ne peuvent satisfaire qu'en vendant d'autres actifs de bonne qualité ;
- dégradation de la gouvernance des entreprises, puisque les ont des horizons (et des durées de détention des actions) beaucoup plus courts que les autres investisseurs, et qui, dans certains cas, ne les empêche pas de vouloir modifier la stratégie des entreprises.