

Chronique hedge funds

# Octobre, un mois bien agité pour les gestionnaires alternatifs



**Olivier Bézégues\***

Si le mois d'octobre aura été particulièrement difficile pour les gestionnaires alternatifs avec l'indice HFRX Global Hedge Fund Index en baisse de 1,85% sur octobre, il aura été difficile aussi pour les gestionnaires classiques avec un S & P 500 en baisse de 1,77% et un Nasdaq 100 en baisse 1,40% pour ce même mois. L'Europe n'a pas été en reste avec un DJ Eurostoxx 50 en baisse de 1,82% et un marché anglais particulièrement touché (FTSE 100 -2,93%, et FTSE Small Cap Index -3,69%). Seul le Japon aura résisté avec un Topix gagnant 2,30%. Quelles sont les raisons de ce retournement des marchés? Est-ce l'annonce officielle du successeur d'Alan Greenspan? Probablement pas à en juger par l'accueil que les marchés lui ont témoigné après sa nomination. Est-ce l'affaire Refco? Sans être la seule responsable de la tourmente, elle aura contribué au climat délétère en rappelant le spectre d'Enron à la mémoire des acteurs de marché.

Le point de départ de tout cela est peut-être à chercher du côté du marché primaire américain des obligations High Yield. Il y a un fait marquant qu'il est impor-

tant de mentionner ici. Ce marché, qui permet aux entreprises américaines de se financer par l'émission de papier de qualité moindre, a connu une période assez inédite. Effectivement, il a été particulièrement difficile, voire impossible, depuis fin septembre et pendant la grande première partie d'octobre de lever des capitaux aux conditions de spreads de crédit actuelles sur ce marché. Les investisseurs n'étaient tout simplement pas prêts à acheter du papier aux conditions proposées. Les banques d'investissement qui organisent l'émission de ces emprunts ont donc dû reporter ces émissions. Il faut rappeler que ce même marché a été littéralement inondé de papier ces dernières années. De plus, il est notable que l'appétit des investisseurs au risque crédit ne cesse de diminuer. Les mouvements que l'on a pu observer début octobre sur les spreads traduisent exactement cette nervosité.

Cette impossibilité de lever des capitaux facilement a mis en péril une partie de l'univers de titres utilisés par les gérants Merger Arbitrage et Event Driven (HFRX Event Driven Index -2,05% et HFRX Merger Arbitrage Index -2,85% pour le mois). En effet, parmi les mouvements de consolidation et autres fusions-acquisitions observés aux Etats-Unis, environ 30% sont financés par l'émission de papier obligataire de qualité de crédit moindre.

L'impossibilité d'émettre du papier dans de bonnes conditions a fait capoter un certain nombre de mouvements attendus. L'aversion au risque qui en a résulté s'est propagée assez vite à tous les marchés et classes d'actifs, les derniers développements de l'affaire Refco n'améliorant pas le climat de confiance.

Les titres de l'univers des arbitragistes sur fusions et acquisitions qui font l'objet de rumeurs ou d'annonces officielles de fusion sont normalement décorés des marchés. Ils affichent un Beta faible par rapport à leurs indices de référence. Durant ce dernier mois, ces titres ont vu leur Beta exploser à la hausse avec le mouvement baissier du marché américain. Ceci explique dans une large mesure les pertes subies par de nombreux gérants concentrés sur cette stratégie.

A cela s'est ajouté le fait que certains «deals» particulièrement attendus comme le rachat de PetroKazakhstan par CNPC ne se sont pas vraiment déroulés comme prévu. Les nombreuses annonces politiques autour de ce «deal» ainsi que l'intervention de Lukoil ont créé une grande confusion. De même, pour le rachat de Guidant par Johnson & Johnson qui a été reporté, Guidant ayant dissimulé qu'elle faisait l'objet d'investigations pour des questions de communication erronée à ses clients concernant ses défibillateurs. Ce rachat semble aujourd'hui remis aux calendes grecques. Cette agitation et le

climat de défiance ont pris de nombreux gérants à contre-pied et ont contraint beaucoup d'entre eux à couper leurs positions dans un environnement fortement défavorable.

On comprend mieux alors comment le mouvement de prise de bénéfices s'est organisé sur d'autres secteurs non directement concernés. Il est certain que les derniers mois avaient été très profitables pour les stratégies Event Driven, Merger arbitrage,

Long Short Europe et Long Short Energie. Une correction était attendue. L'élément qui a certainement mis les gérants en difficulté a été l'amplitude des mouvements observés, le FTSE Global Utility Index a perdu 4,82%, alors que cet indice est considéré comme défensif. Ceci a levé le voile sur les niveaux de levier importants utilisés par l'industrie, et sur la liquidité réelle en période de stress de certains titres utilisés par les fonds.

Cependant, les derniers jours du mois d'octobre ainsi que les premiers jours du mois de novembre ont fait taire les sceptiques, les marchés repartant à la hausse comme si de rien n'était et reprenant quasiment la moitié de ce qu'ils avaient abandonné en octobre. Les stratégies Event Driven et Merger arbitrage ne sont pas en reste avec des rendements positifs déjà très conséquents pour ce début novembre.

\* Analyste financier CIIA.