

La chronique des hedge funds

Arbitrage sur obligations, réminiscences de LTCM

Certaines stratégies n'évoluent pas aussi vite que d'autres. C'est le cas notamment de l'arbitrage sur obligations ou encore Fixed Income Arbitrage. Si la profitabilité de cette stratégie ne fait aucun doute sur le long terme, avec un rendement annualisé de 8,23% pour une volatilité de 4,10% sur la période 1990-2006, le risque intrinsèque qu'elle présente en fait une stratégie à part, comme le confirme son lourd passif émaillé par la débâcle du fonds LTCM.

Avant 1998, les rendements élevés de cette stratégie (12,33% annualisés pour une volatilité de 3,9% sur la période 1990-1997) ont fait les beaux jours des premiers fonds de hedge funds. Depuis, la population d'arbitragistes a passablement crû et ceux-ci doivent aujourd'hui lutter pour générer un rendement supérieur au taux hors risque. Les marges de profit se sont réduites comme peaux de chagrin et aujourd'hui, générer un rendement élevé est souvent synonyme de trading de convergence et de l'utilisation abusive de levier, deux ingrédients qui ont mené LTCM à sa perte et mis en danger le système financier mondial.

Le trading de convergence consiste à capturer un spread par la combinaison d'une position longue et d'une position courte sur deux obligations différentes. Ceci peut être réalisé en prenant une position longue dans une MBS (*mortgage backed security*, titre synthétique

Trading de convergence: ne pas confondre arbitrage et positions directionnelles

représentant un portefeuille d'emprunts hypothécaires), et une position courte dans les obligations d'Etat américaines. Il est encore possible de prendre une position longue par un contrat future sur taux à 3 ans et une position courte sur une obligation de type bons du Trésor échéance 10 ans. Une infinité de combinaisons sont possibles. Malheureusement, comme nous pouvons le voir ici, ce n'est pas d'arbitrage qu'il s'agit mais de positions directionnelles, doublement directionnelles. Notre premier exemple est positionné pour une réduction du spread de crédit et le second pour une modification de la pente de la courbe des taux. Nous sommes loin de la notion d'arbitrage, à savoir la réalisation d'un profit certain sans prise de risque.

En ce qui concerne le levier, c'est un terme qui est encore mal compris dans l'industrie alternative. L'utilisation de levier autorise le gérant à investir un montant plus élevé que son capital de départ. Examinons l'exemple théorique suivant: envisageons un investisseur qui possède 100 francs et les investit dans un véhicule délivrant une performance de 10%. Le gain sera de 10 francs. Supposons que ce même investisseur bénéficie d'un levier 10 pour 1. Pour 1 franc de capital propre, la banque va prêter 10 francs. Il peut désormais investir 1100 francs et réaliser sur cet investissement un bénéfice de 110 francs, c'est-à-dire une performance de 110% (frais de levier exclus) sur son capital initial. Envisageons maintenant que la performance de l'investissement évolue de façon adverse pour afficher une perte de 10%. L'investisseur va perdre 110 francs, c'est-à-dire plus que son capital de départ (auquel

s'ajouteront les frais de levier).

On comprend mieux pourquoi avant d'appliquer du levier à un investissement, il est nécessaire d'avoir un grand niveau de conviction dans son investissement. La déroute de LTCM nous montre qu'au-delà de la conviction, même l'expertise des plus reconnus (Prix Nobel) et l'expérience des traders les plus talentueux ne suffisent pas.

Début 1998, le portefeuille de LTCM contenait plusieurs positions de convergence sur les obligations de plusieurs pays. Le niveau de levier du portefeuille avoisinait les 25 pour 1 selon le gérant. Ceci représentait un niveau tout à fait normal pour l'industrie. Les 2,2 milliards de masse sous gestion du fonds étaient utilisés à titre de collatéral et permettaient au fonds d'avoir investi plus de 120

Le levier consolidé de LTCM atteignait 500 pour 1. Sauvé de la débâcle, son levier actuel est de 10 pour 1

milliards de dollars, une moitié dans des positions longues, l'autre dans des positions courtes. Cependant ces positions étaient à nouveau utilisées comme collatéral pour permettre au fonds d'entrer dans d'autres engagements hors bilan (futures, swaps, options OTC), générateurs indirects de levier sur le portefeuille initial. Il en résultait un levier consolidé de 500 pour 1. Suite au défaut de la dette russe, le marché bancaire connut une crise de liquidité majeure. La liquidité se déplaça en masse vers l'investissement le plus sûr à cette époque, à savoir les bons du Trésor américain. Ce mouve-

ment de fuite vers la qualité et la détérioration simultanée des spreads de crédit précipita la faillite du fonds fin août 98. Si le fonds n'avait pas été forcé de liquider ses positions au plus mauvais moment pour faire face aux appels de marge, LTCM existerait peut-être encore. Il faudra que 90% du fonds soient rachetés pour un montant de 3,6 milliards de dollars par 14 des plus grandes banques américaines sous l'égide de la Réserve fédérale de New York, pour que revienne un semblant de sérénité sur Wall Street.

A ce jour, la quasi-totalité de l'équipe de gestion du fonds LTCM est toujours active. Son ex-gérant gère un fonds d'une taille de 2,3 milliards de dollars. Les rendements sont certes moins spectaculaires que par le passé (Libor +6%), mais la stratégie est grossièrement la même. La gestion du risque a été revue et les niveaux de levier ne dépassent pas 10 pour 1. Si la probabilité d'un nouveau LTCM a largement diminué suite aux mesures consécutives prises par Wall Street suite à cet incident, il n'en reste pas moins que les engagements hors bilan d'un hedge fund peuvent avoir un impact dramatique sur son profil de risque. L'avenir nous dira si LTCM n'était qu'un incident de parcours dans la carrière d'un gérant.

*Analyste financier, CIIA.



Olivier Bézalgues*