

Hedge funds et marchés émergents : une stratégie réellement alternative ?

Les *émergents* sont un concept développé par les financiers à la fin des années 80, révélateur d'une rentabilité espérée supérieure de ces zones auparavant en *développement*. Elles semblent aujourd'hui avoir gagné leur place dans l'univers des investissements boursiers traditionnels. Qu'en est-il des hedge funds investissant dans ces économies nouvelles ? C'est l'enjeu de ce nouveau numéro où nous allons enquêter plus précisément sur leurs stratégies, leurs performances, et leur capacité comme tout hedge fund classique à être décorrélié. Peut-on vraiment les considérer comme un investissement alternatif ?

Edito

Compte tenu des cartes actuelles sur les marchés émergents, et malgré la montée en puissance des fonds taux et crédit, les hedge funds continuent de privilégier les stratégies actions du fait de l'importance et de la profondeur des marchés actions dans ces régions. Aujourd'hui, les gérants constatent d'énormes opportunités de gains des deux côtés de la table de jeu (achat et vente), sur fond d'assouplissement des politiques monétaires fortement liées au dollar américain, et de facto de la réserve mondiale.

Les décideurs en Asie et autres marchés émergents se préparent déjà à gérer l'inflation et les flux de capitaux spéculatifs au travers d'une série de mesures, comme le resserrement des taux d'intérêt en Inde, Australie et en Corée du Sud, l'instauration de ratios sur les réserves bancaires en Chine, des interventions sur la devise en Corée du Sud, et, plus récemment, des prises de contrôle en Thaïlande et Indonésie, et potentiellement la Corée.

Cette situation va probablement aboutir à des déséquilibres sur les marchés, voire à des conséquences inattendues sur les matières premières, sur le cours des actions et les devises des pays émergents, offrant ainsi des opportunités d'investissement aux hedge funds qui peuvent se positionner à l'achat ou à la vente. On constate globalement que la prise de risque est récompensée par la bonne résistance de certains relais de croissance. Dans le cas des marchés émergent asiatiques, ces secteurs de croissance sont significatifs, et quelque peu isolés du malaise des Etats-Unis et de l'Europe.

Par exemple, tandis que la plupart des exportations de l'Asie orientale sont réexportées à l'ouest, 70% des exportations de l'Indonésie vers la Chine restent en Chine. La Thaïlande enregistre de bons résultats et le focus de l'Inde sur les secteurs des infrastructures et de la consommation a contribué à la bonne performance de son économie.

Le défi pour le monde de la gestion traditionnelle (« Long-Only ») sur les marchés émergents reste, au sein des secteurs habituels de croissance à long terme, de naviguer au mieux entre les chocs périodiques émanant à différents points du cycle de croissance. A contrario, l'opportunité donnée aux gérants de hedge funds de se positionner à

l'achat comme à la vente, leur offre la possibilité de générer des gains à tous les points du cycle.

Cordialement,
Michael Rosenthal
 Responsable Régional de la Due
 diligence Asie & Europe

Vous avez dit « hedge funds émergents » ?

A première vue, les différences entre émergents, hedge funds et hedge funds émergents semblent équivoques.

> De la difficulté de classer les hedge funds émergents

Dans tout ouvrage professionnel ou académique, la nomenclature sur les stratégies de hedge funds tient une place prépondérante du fait de l'hétérogénéité de l'univers. Après une rapide étude de plusieurs ouvrages, il apparaît que les hedge funds *Emerging Markets* sont définis comme une stratégie à part entière. En revanche, l'étude des différents fournisseurs de données financières sur les hedge funds révèle une classification différente. Ainsi, HFR (« Hedge Fund Research ») ne définit pas les hedge funds *Emerging Markets* comme une stratégie ou une sous-stratégie particulière, mais les affecte dans une classification régionale.

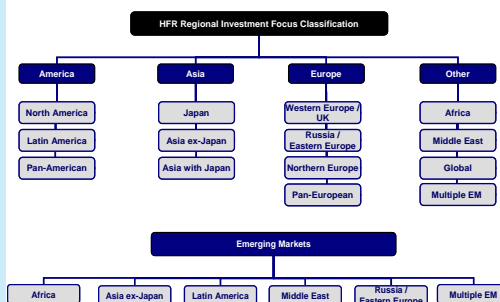
Deux observations concernant les indices HFR, référence dans l'industrie alternative:

1. La classification géographique existe pour les émergents mais non pour les autres zones ;
2. Les différentes études de HFR sur les corrélations, les ratios de Sharpe, les performances, etc. font systématiquement état des différentes stratégies de hedge funds, auxquelles est ajouté le cas des émergents (Brésil, Mexique, Pérou, Colombie, Russie, Pologne, République Tchèque, Hongrie ou encore Turquie, Afrique du Sud, Chine, Inde, Indonésie...).

> Quiproquo entre émergents et hedge funds

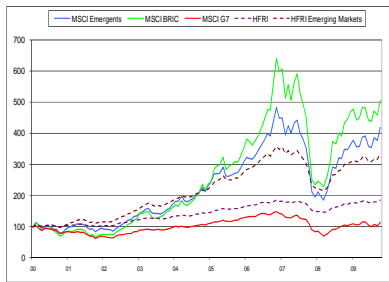
La classe d'actifs *Emerging Markets* est habituellement classée parmi les actifs risqués pour de multiples raisons : information financière limitée, normes comptables fragiles, règles de gestion anciennes, incertitudes économiques et politiques importantes, performances mais aussi risques financiers élevés. A première vue, les *émérgents* semblent, pour ces mêmes raisons, être une classe d'actifs *alternatifs*. L'article "*Emerging Markets During the Crisis*" (Bender, Nielsen, Subramanian), paru à l'automne dans le *Journal of Alternative Investment*, vient confirmer cette première idée. Si les émergents sont donc des investissements alternatifs, que sont les hedge funds investissant dans les émergents : seraient-ils encore plus alternatifs ?

A l'instar des hedge funds, les émergents sont caractérisés par des risques importants et une transparence limitée (avec en conséquence, inefficiences et opportunités d'arbitrage). En outre, la comparaison de l'évolution des indices actions émergentes (*long-only*) et des indices hedge funds, montre que les premiers n'ont rien à envier aux seconds en termes de performances élevées. Est-ce à dire que gestion traditionnelle et la gestion alternative sur les émergents seraient semblables ?



Source: HFR Global Hedge Fund Industry Report (Q3 2010)

Indices actions émergentes (Total Return)



Source : Datastream et calculs de l'auteur

Au vu de ces résultats, la confusion est grande. Il ne faudrait pas néanmoins tomber dans ce piège... En effet, nous avons défini les hedge funds dans le premier *Repères Alternatifs* par la pratique du levier sur les marchés financiers, ainsi qu'une gestion non benchmarkée ou encore décorrélée. Ceci est bien différent d'une gestion traditionnelle, fût-elle *Emerging Markets*.

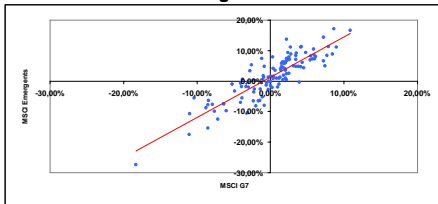
A la recherche de la décorrélation

Une caractéristique particulière aux hedge funds apporte clarté et précision dans cette confusion : les *émergents* permettent-ils une décorrélation significative ?

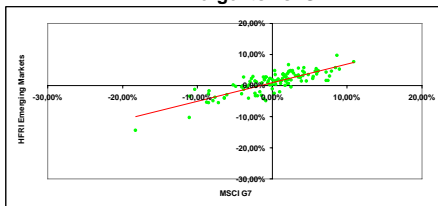
> Une structure de dépendance intéressante ...

Les structures de dépendance entre rentabilités (nuages de points ci-dessous) permettent enfin de discriminer la classe des *émergents* relativement aux *hedge funds* (Source: Datastream et calculs de l'auteur).

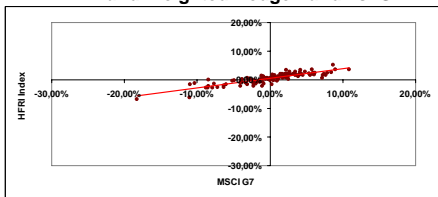
MSCI Emergents vs. G7



HFRI Emergents vs. G7



HFRI Fund Weighted Hedge Fund vs. G7



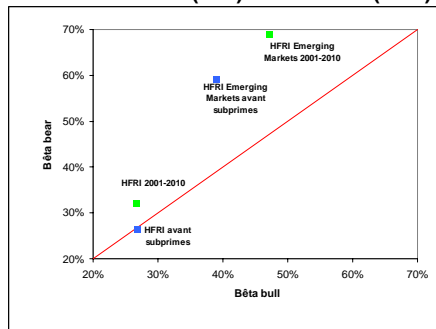
En effet, les actions émergentes sont loin d'être un investissement alternatif au sens de la décorrélation. En revanche, l'indice *HFRI Emerging Markets*, quoique corrélé positivement aux actions du G7, en atténue les chocs. Néanmoins, cette décorrélation perd de sa superbe lorsqu'on compare l'indice *HFRI Emerging Markets* à l'indice *HFRI global (HFRI Fund Weighted Hedge Fund)*.

> ... mais des bêtas directionnels en marchés baissiers

Nous allons approfondir ce point à l'aide d'une analyse des bêtas en période de baisse (*bear*) et en période de hausse (*bull*). L'univers des hedge funds ayant mieux résisté à la bulle technologique qu'à celle subprimes, nous avons déterminé les bêtas sur les périodes 2001-2010 et 2001-2007 (juillet).

La décorrélation apparaît faible globalement, et surtout en période *bear*. Les hedge funds positionnés sur les marchés émergents semblent donc relativement directionnels, ce qui est contraire au cahier des charges traditionnel des hedge funds, comme on peut le voir avec l'indice HFR global et ses bêtas faibles.

Bêtas haussiers (*bull*) et baissiers (*bear*)



Source : Datastream et calculs de l'auteur

L'explication réside certainement dans une des caractéristiques fondamentales des marchés financiers émergents : ils sont peu profonds et peu liquides. Cela signifie qu'il y a très peu, voire aucune, possibilité de levier (par exemple via les ventes à découvert). La décorrélation sera d'autant plus difficile.

Si une bulle sur les marchés actions émergents est en train de se constituer, comme certains l'annoncent, il y a donc fort à parier qu'une grande partie des hedge funds *Emerging Markets* seront impactés.

Pierre Claus (Ensaï)

Responsable de la filière Gestion des Risques et Ingénierie Financière

www.ensai.com/pierre_claus

Pour Aller Plus Loïn...

Une comparaison entre les différentes régions émergentes révèle une forte disparité au sein de cette classe d'actifs pour les hedge funds.

Statistiques descriptives

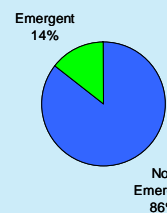
Une première analyse montre que l'offre des

hedge funds émergents est relativement faible, et de façon encore plus criante en encours sous gestion.

En second lieu, les fonds asiatiques sont prépondérants, et, là encore, plus en nombre de fonds qu'en encours sous gestion. L'Afrique et le Moyen-Orient sont peu représentés.

Poids des émergents dans les hedge funds

Nombre de Hedge Funds



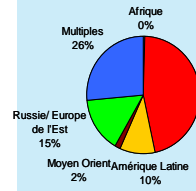
Encours



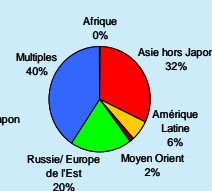
Source : HFR Global Hedge Fund Industry Report (Q3 2010)

Nombre de fonds & encours par zone émergente

Nombre de Hedge Funds



Encours



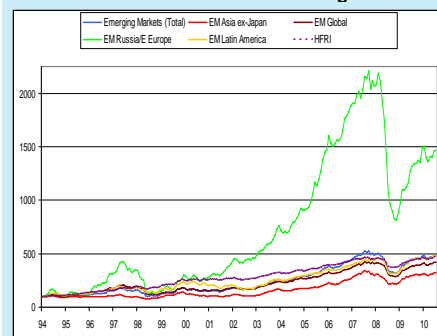
Source : HFR Global Hedge Fund Industry Report (Q3 2010)

Performances

Les indices HFR révèlent des performances relativement différenciées. Deux groupes ressortent :

1. l'Asie ex-Japon et l'Amérique Latine avec des performances comparables à l'univers global des hedge funds ;
2. La Russie et l'Europe de l'Est avec des performances (et un risque) significativement plus importants.

Evolutions des indices émergents



Source : Datastream et calculs de l'auteur

CONTACTS

Spécialistes Produits Clientèles France et Groupe Crédit Agricole: +33 1 57 72 16 23

PROCHAIN NUMERO : Idées reçues sur la spéculation

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans notre autorisation. Édité par Amundi Alternative Investments, SAS - Société anonyme au capital de 4 000 000 euros - Siège social : 90, Boulevard Pasteur, 75730 Paris Cedex 15 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01.044 - 439 614 553 RCS Paris. Les informations figurant dans cette publication ne visent pas à être distribuées ni utilisées par toute personne ou entité dans un pays ou une juridiction où cette distribution ou utilisation serait contraire aux dispositions légales ou réglementaires, ou qui imposerait à Amundi Alternative Investments, SAS ou ses sociétés affiliées de se conformer aux obligations d'enregistrement de ces pays. Les données et informations figurant dans cette publication sont fournies à titre d'information uniquement. Aucune information contenue dans cette publication ne constitue une offre ou une sollicitation par un membre quelconque du groupe Amundi Alternative Investments, de fournir un conseil ou un service d'investissement ou pour acheter ou vendre des instruments financiers. Les informations contenues dans cette publication sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos et ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit.