

The Banker's View – March 2006

Les hedge funds, organismes utiles ou symboles des outrances de la mondialisation financière

Jean-Pierre PATAT

(écrit mi-mars 2006)

Abstract

Are hedge funds useful institutions or symbols of an excessive financial globalisation?

Very active in the 90s, the hedge funds have been more discreet during the recent years. But they have continued to increase in size and are now managing over USD 1,000 bn. These institutions are supposed to have a positive role in detecting market anomalies and providing liquidity. Concerning anomalies, a couple of experiences of the 90s (French franc, Hong Kong stock market) invite to question the cleverness and effective arbitrage of large hedge funds. One can also consider that the source of liquidity is not the hedge funds themselves but the banks which lend money to them, especially when considering their large leverage.

Some past experiences also showed that their action can be very destabilising for market and have constituted real threats for financial stability.

In fact hedge funds' action increases market volatility. In that sense they are boosting activity of a market. So, in 1998, we saw the New York Fed organising a surrealist emergency meeting with the largest US banks in order to save LTCM.

Little progress were made for introducing even light supervision and information requirements for the speculative funds, except for their counterparts, the banks. Some international working groups, mandated at this effect after the crash of 98, were rapidly dismissed when the markets recovered.

The current trend is towards a general acceptance of this type of institutions, as a market without speculative funds appears to be penalised against competing market places. In parallel, systemic risks and concerns for the financial stability may have declined as the hedge funds seem to have adopted more prudent strategies and opened to other types of investors. Pension funds are now investing in hedge funds, with a possible consequence on the risks taken and the degree of leverage, and a symmetric interest in more stable and important shares in the capital of large firms. But the introduction of such powerful investors hugely dominated by a pure financial logic is simultaneously creating new concerns related to such large firms' governance and medium-term strategies (as seen recently in the cases of Deutsche

Börse, Euronext, Arcelor...).

Les hedge funds ou fonds spéculatifs avaient occupé le devant de l'actualité des marchés financiers pendant les années 90. Ils ont été nettement plus discrets dans les premières années du siècle. Mais ce n'est pas parce que l'on parlait moins d'eux qu'ils étaient en sommeil. D'après une récente étude de la BCE, le total des capitaux gérés par les hedge funds aurait augmenté, depuis fin 98, de 28% par an et atteindrait quelque mille milliards de dollars, (l'équivalent de 40% de la capitalisation d'Euronext).

Les hedge funds poursuivent des objectifs de performances élevés (leurs gestionnaires sont d'ailleurs très largement rémunérés en fonction des performances réalisées) au profit de ceux qui leur apportent des fonds dans le cadre d'une libre association. A l'origine, ces apporteurs de fonds étaient des clients fortunés et peu nombreux ce qui réduisait, pensait-on, les risques systémiques : moins de cent associés pour échapper à la réglementation américaine, davantage si le siège est domicilié dans un centre off shore. Mais depuis peu, la tendance est à l'élargissement de la clientèle potentielle.

Poser la question de leur utilité peut paraître sans objet puisqu'ils existent et prospèrent, ce qui, en toute logique capitaliste, est la preuve de cette utilité. Il existe plusieurs milliers de fonds de ce type et bien entendu les petits organismes ne mettent rien en péril, sinon les apports de leurs actionnaires. Dans l'article cité, la BCE se risque à une revue des effets positifs et des effets négatifs découlant de l'activité des hedge funds. Les rédacteurs font preuve d'une extrême prudence. On retient toutefois deux effets « positifs » : détecter les anomalies de marchés (c'est largement comme cela que les hedge funds ont longtemps espéré gagner de l'argent), apporter de la liquidité aux marchés. Au regard de plusieurs exemples du passé, le flair des grands hedge funds en matière d'anomalies de marché n'est pas avéré : pour un bon diagnostic sur la Livre sterling en 1992, les circonstances où ils se sont trompés sont nombreuses : actions massives et finalement perdantes contre le franc français, contre la bourse et la devise de Hong-Kong en 98, également infructueuses, positions sur les taux obligataires mises à mal par la crise russe en 98 avec les déboires que l'on sait de LTCM qui s'était pourtant offert les services de Scholes, l'homme du modèle des options de change, avec Black. En fait, on a souvent constaté que la stratégie des grands hedge funds était plutôt de tenter de persuader le plus grand nombre d'une anomalie, réelle ou non, afin de conforter leur position. Quant à leur apport de liquidité sur le marché, on peut l'admettre, mais il provient in fine des banques qui leur prêtent des fonds.

S'agissant des effets négatifs, l'article de la BCE, toujours aussi prudemment, voit un risque pour la stabilité financière, au niveau des marchés et au niveau des banques créancières des hedge funds. Les exemples déjà cités montrent en effet à quel point l'action de quelques grands intervenants spéculatifs a été déstabilisante sur certains marchés : ces actions, déjà en elles-mêmes conséquentes compte tenu de l'usage massif de l'effet de levier, sont intervenues dans un environnement de plus en plus marqué par le « court-termisme » et les comportements moutonniers des participants des marchés.

En fait, «l'utilité» principale des grands hedge funds est de créer de la volatilité sur les marchés, donc des affaires. En 1978, la FED de New York, persuadée que la faillite de LTCM

porterait un coup sévère à l'industrie des hedge funds, organise un surréaliste tour de table entre les grands intervenants pour qu'ils apportent leur obole.

Après la crise d'octobre 1998, la peur pousse à la mise en place de groupes de travail internationaux destinés à étudier des pistes de réglementation et de transparences de l'information. Le retour rapide des marchés à une meilleure fortune fait rapidement disparaître la motivation et un groupe de travail préconisant des solutions simples pour améliorer la transparence de l'information des hedge funds est impitoyablement torpillé. En pratique, c'est sur les risques des contreparties, c'est-à-dire les banques, que se concentrent les avancées. Bâle 2 est de ce point de vue positif car sa mise en oeuvre devrait sensiblement améliorer l'évaluation des risques encourus par les banques, à condition bien entendu que la méthode des stress tests soit généralisée au détriment de la value at risk, certainement inadaptée pour prévoir le comportement d'institutions jusqu'à présent plutôt imprévisibles.

Il devient entendu qu'un système financier sans fonds spéculatifs est en situation d'infériorité : la réglementation française a ainsi créé un nouveau type d'OPCVM à risques, à ticket d'entrée élevé, dégagé de la plupart des contraintes s'appliquant aux autres organismes et dont les gérants sont rémunérés aux résultats.

Une évolution se dessine toutefois, qui pourrait atténuer les risques pour la stabilité financière, mais faire surgir d'autres préoccupations.

En effet, les grands hedge funds, échaudés par de nombreux mécomptes ne semblent plus rechercher systématiquement les gros coups ou la déstabilisation d'un marché. La création de «fonds de hedge funds» est en outre un facteur d'atténuation des risques et de diversification des actions. Beaucoup de hedge funds comptent désormais parmi leurs apporteurs de fonds des caisses de retraite. On peut frémir pour les futurs retraités, mais également espérer que cela pousse les gérants à moins d'audace.

Nombre de fonds spéculatifs ont désormais une part importante de leurs actifs dans des placements relativement stables au détriment des dérivés et sans utilisation de l'effet de levier. Mais c'est un autre problème qui apparaît avec l'introduction d'acteurs massifs à la logique purement financière dans la gouvernance de grandes entreprises. On l'a vu pour la Deutsche Börse ; on le voit pour Euronext ; on le verra peut être pour Arcelor...