

Boom des Hedge Funds en Amérique du Sud : Un Eldorado pas aussi nouveau qu'il n'y paraît mais encore prometteur

Après l'Asie, l'Amérique du Sud apparaît désormais comme la terre promise pour les investisseurs en quête de rendements absolus et décorrelés. Alors qu'il y a quelques années, une approche régionale apparaissait trop restrictive, aujourd'hui la spécialisation est de mise sur les marchés émergents. Les hedge funds fleurissent donc dans cette partie du monde, dans un contexte favorable pour la région qui est en passe de récolter les fruits d'années de réforme et de croissance.

2006 devrait confirmer un millésime à la saveur exceptionnelle: même si les rendements n'atteindront pas les niveaux records de ces dernières années, pour la première fois la région résiste aux soubresauts de la conjoncture internationale, permettant aux gérants locaux d'extraire pleinement les opportunités offertes par un marché local qui parvient à attirer et maintenir une bonne liquidité.

Une région en plein essor même si le concept d'hedge fund est loin d'être neuf

Les gestionnaires de fonds alternatifs de Rio à Buenos Aires sont aujourd'hui dans la ligne de mire des fonds européens et américains. Le concept de rendement absolu n'est pourtant pas nouveau sur ces marchés et certains *hedges funds* ont déjà établi un track-record honorable depuis la fin des années 90. C'est l'internationalisation de la demande qui est aujourd'hui nouvelle.

Les hedge funds de la région ont connu un premier essor à la fin des années 90, poussés par la demande de quelques grandes fortunes locales, qui cherchaient à profiter à la fois des mouvements extrêmes des marchés de la région tout en préservant les profits dans les périodes récurrentes de débâcle. Les pionniers ont, en général, lancé des fonds multi-stratégies ou Global Macro, sans se limiter pour autant à leur région, allant parfois exploiter des opportunités sur d'autres marchés émergents ainsi que sur le G3.

Le deuxième catalyseur fut la combinaison des défauts retentissants du début des années 2000 par l'Equateur et l'Argentine ainsi que la débâcle économique du Brésil et de la région en général en 2002 dans un contexte de crise de liquidité internationale. Des opportunités pour les stratégies Distressed et Event-Driven se sont alors multipliées dans la région qui a vu une très forte injection de capital de la part des gestionnaires marchés émergents dits « globaux », réallouant leurs capitaux aux dépens de l'Asie.

Depuis 2004, on assiste à l'essor de nouveaux gérants et de nouvelles stratégies, notamment *Long Short Equity*, avec la résurrection du marché des actions qui jouit d'une forte expansion de liquidité, de nouvelles introductions en bourse, ainsi que d'un vent de consolidation dans de nombreux secteurs, notamment les Télécoms.

Des stratégies variées autour d'un dénominateur commun : la volatilité

La volatilité est le meilleur allié des gérants de hedge funds en marchés émergents, les opportunités de trading émanant directement des mouvements extrêmes et des dislocations de ces marchés. Les gérants sud américains sont habitués à travailler dans un environnement de volatilité de 30% à 40%, soit en général le double de la volatilité du marché nord-américain par temps calme. Certains gérants ont justement construit leur réputation sur leur capacité à générer de très forts rendements dans les périodes de retournement sévère, avec des gains en contrepartie plutôt mitigés dans les périodes d'euphorie. D'autres, moins à l'aise à « vendre à découvert », attendent les opportunités de « Distressed » qui émergent toujours à un moment ou un autre dans la région, et sont assez généreuses en termes de rendements pour compenser des années moins fertiles.

Le gérant de *hedge fund* « latin » diffère assez peu en soi du gérant que l'on trouve à Londres ou à Hong Kong. La plupart des gérants ont fait leur classe dans des « proprietary desks » de grandes banques locales ou étrangères. Il y a aussi quelques personnages comme Arminio Fraga (gérant de Gávea Investimentos) qui affichent un curriculum particulier, ayant géré pour Soros avant de passer quelques années à la tête de la banque centrale du Brésil. La classe d'actifs traitée et la volatilité inhérente de ces marchés, est clairement ce qui distingue le gérant d'Amérique du Sud des autres et qui les pousse, en général, à toujours se prémunir d'un possible retournement.

Quand on parle marché en Amérique du Sud, le Brésil se taille évidemment la part du lion : il représente environ 50% de l'indice MSCI régional. Le pays fait figure unique dans l'univers marchés émergents, offrant des instruments très diversifiés compte tenu de l'existence d'une vraie demande institutionnelle domestique: dette extérieure, dette en monnaie locale, marchés des changes onshore et offshore, marché actions (local et *ADRs*), marchés à termes et de dérivées sur taux d'intérêt, actions et matières premières. Pour les hedge funds, c'est encore le Brésil qui mène la danse : presque 95% du total des actifs en Amérique du Sud mais moins de 3% des actifs mondiaux selon EurekaHedge. Les stratégies de « *hedge* » sont ainsi autorisées

au Brésil, sous le contrôle de la CVM, l'autorité des marchés financiers, qui voit dans ces fonds un moyen d'en améliorer la flexibilité et l'efficacité. Certaines stratégies alternatives, tel que l'arbitrage d'obligations convertibles absentes, alors qu'existent des stratégies sophistiquées spécifiques au pays tel que l'arbitrage d'*asset-backed securities* (titres adossés à des actifs) sur l'éthanol! Les stratégies de *Long Short Equity* sont aussi quelques peu limitées par le coût élevé d'emprunt des titres, mais cette barrière assure aussi des rendements supérieurs à qui sait aller trouver les prêteurs localement.

reste à sélectionner les gérants capables d'en profiter pleinement, aptitude réservée aux investisseurs les plus audacieux.

Florence Duculot
Portfolio Manager E.I.M. S.A.

Brésil : un cercle vertueux offrant une opportunité historique

Alors que l'Asie est par tradition un marché « actions », l'Amérique latine a historiquement été associée au marché de « dette ». Les choses sont cependant en train de changer de façon extraordinaire car il n'est pas un des grands pays d'Amérique du Sud qui ne profite du surplus historique de sa balance des paiements pour racheter sa dette. Alors que la dette extérieure se tarit et que les *spreads* de crédit demeurent collés sur des plus bas historiques, les gérants se sont rabattus sur les marchés de dette en monnaies locales ainsi que les marchés actions. Tandis que le marché traditionnel de *bradies* et *eurobonds* se déterminent à Londres et à New York, les marchés locaux font eux la part belle aux spécialistes régionaux compte tenu de barrières à l'entrée plus élevées.

Les marchés locaux brésiliens jouissent aujourd'hui d'une opportunité unique, reconnue même par les gérants traditionnellement circonspects sur leur pays. En dépit des élections présidentielles à venir et des incertitudes mondiales sur la croissance et la liquidité internationale, la répétition de 2002 n'aura pas lieu. Les fondamentaux du Brésil sont, en effet, pour la première fois assez robustes pour permettre à la banque centrale de poursuivre l'assouplissement de la politique monétaire, et ce à l'encontre du mouvement global de hausse de taux. Les taux d'intérêt nominaux au Brésil sont ainsi passés sous la barre des 15% récemment contre presque 20% il y a un an et le marché table déjà sur la poursuite du mouvement pour récompenser le ralentissement de l'inflation qui s'est effondrée sous les 4% annuels.

Cette baisse des taux annoncée devraient continuer à attirer des capitaux sur les marchés brésiliens et offrir une liquidité favorable aux *hedge funds* locaux dans les mois à venir en dépit d'un contexte international plus pessimiste. Les rendements semblent donc encore prometteurs et l'heure du retournement de conditions de marchés porteuses apparaît encore lointaine. Dans cette effervescence,