

Par Xavier Lépine, Président du Directoire du Groupe UFG

In God We Trust...

La devise du billet vert semble bien appropriée aux circonstances actuelles. En parallèle de la perte de confiance dans le système bancaire, de l'incapacité des banques centrales et des Etats à la restaurer, le seul indicateur qui augmente en flèche, c'est celui de la fréquentation des églises aux Etats-Unis...

Tenter d'ajouter une contribution quelconque, dans une période où l'encre de l'imprimante n'est pas encore sèche que l'information est déjà dépassée, est un exercice que l'on peut qualifier soit de vain, soit de présomptueux, mais à coup sûr de périlleux. La solution moderne serait un blog, mais les journées n'ont que 24 heures, et notre profession de gestionnaire d'actifs pour compte de tiers est d'imaginer des scénarios et de prendre les dispositions qui nous semblent les plus raisonnables... dans un contexte où le paroxysme des angoisses l'emporte bien souvent sur la raison.

Une panique excessive

Ce qui me paraît à peu près clair est que l'intérêt individuel s'oppose à l'intérêt collectif et que, pour le moment, la somme des intérêts individuels est nettement plus forte que l'intérêt collectif. Autrement dit tout le monde s'accorde à penser que la panique est excessive dans le sens où :

a) les banques centrales jouent leur rôle de prêteur en dernier ressort et, par le biais de l'arme des taux d'intérêts, peuvent limiter la casse sur l'économie réelle et les

comptes d'exploitation des banques ;

b) les Etats sous une forme ou sous une autre garantissent les dépôts des banques inscrites sous leur autorité. Il n'en demeure pas moins que la confiance, si elle peut se perdre brutalement, ne se restaure que lentement, sauf mesure d'exception : que les Etats garantissent conjointement la bonne fin des prêts interbancaires par exemple ; une sorte de capitulation du système capitaliste et l'émergence d'un nouveau régime. Comme l'écrit Jacques Attali : « Ce qu'on nomme la crise n'est que la longue et difficile réécriture qui sépare deux formes provisoires du monde ».

Reflète des mentalités

Une concertation limitée des Etats est normale et les critiques sont faciles : le système n'a cessé de prôner le libéralisme et la loi du marché, et d'aucuns se déclarent surpris de ne pas voir d'actions concertées immédiates des Etats. Ces derniers, comme les lois, reflètent la mentalité de leurs peuples à une période de leur histoire ; les Allemands préfèrent garantir les dépôts, gardant en mémoire les années noires de la république de Weimar, l'hyperinflation et la montée du fascisme ; les Anglais « nationalisent » les trois plus grandes banques, la Belgique cède « sa banque historique » en la découpant entre la France et les Pays-Bas, la France annonce la création d'un véhicule qui nationalisera temporairement en cas de besoin, et, bien sûr, les Américains, avec le Plan Paulson, déboursent l'équivalent de 7 % du PIB pour

sauver le système bancaire et permettre aux banques d'assumer leurs rôles de fournisseur de crédit à l'économie réelle.

Régime sans sel

Le parallèle entre une inflammation et l'usage de la cortisone vient spontanément à l'esprit. La cortisone, telle l'annonce du Plan américain ou britannique, est en même temps un anti-douleur et un anti-inflammatoire. Si elle ne traite pas l'inflammation, celle-ci repart de plus belle et la dose suivante doit encore être plus forte ; in fine, quand la douleur se calme, l'inflammation également. Cependant le risque est bien connu : les dommages collatéraux peuvent être importants : dans notre cas, une économie affaiblie, des Etats alourdis par le poids des dettes contractées... Le relèvement n'en est que plus long et douloureux : cure d'amaigrissement sévère et régime sans sel...

Rien à voir avec la crise de 1929

La dislocation actuelle des marchés est-elle terminée ? Le côté auto-réalisateur d'une situation où la panique domine rend à l'évidence délicate une réponse, qu'elle soit positive ou négative.

L'esprit humain se raccroche à ce qu'il a connu ou croit avoir connu et l'on parle beaucoup de la Crise de 1929 comme référence. Seule l'importance de la crise actuelle est comparable ; pour le reste,

suite en page 2





cela n'a rien à voir : la puissance des Etats, le rôle, la puissance et la compétence des banques centrales, l'information instantanée, la globalisation des marchés, la richesse accumulée, les outils à disposition, l'origine de la crise, les défauts de compatibilité entre la comptabilité et la solvabilité des banques (le fameux crack comptable)... arrêtons de faire du catastrophisme.

Si Citibank et Wells Fargo se battent pour prendre le contrôle de Wachovia, c'est bien parce qu'ils pensent qu'il s'agit d'une opportunité unique ; si Warren Buffet participe au plan Paulson pour 7 Mds de dollars, ce n'est pas par philanthropie ; si la BNP achète la partie belge de Fortis, c'est par intérêt...

Recentrage des activités bancaires

Quelles sont les perspectives ? A très court terme (l'heure, le jour, la semaine...?) il n'est pas dans mon habitude de jouer à la roulette. Maintenant, si l'on regarde un peu plus loin, il me paraît normal que les Bourses baissent ou plus exactement aient baissé, le cycle infernal de l'effondrement des marchés et surtout du système financier entraînant de facto :

- Une chute de la valeur réelle des actions des banques. Il est certain que la recapitalisation des banques, par l'Etat ou tout autre investisseur, se fera par une dilution très importante, si ce n'est totale, des anciens actionnaires. Evidemment, toutes les banques ne seront pas concernées, mais dans l'état d'hystérie actuel, il devient difficile de savoir qui subsistera sans recapitalisation. De plus, il paraît à peu près évident que dans le futur, l'activité des banques sera recentrée sur leur métier de base, c'est-à-dire de collecte de dépôts et octroi de crédit à l'économie réelle, au détriment des activités de banque d'investissement et de « profit pour elle-même ». En

conséquence de quoi leur potentiel de profit futur est amputé de la fraction la plus rentable des deux dernières décennies.

- Une chute de la valeur des actions en général du fait tout simplement de la récession et de baisses de résultat, voire de pertes, qu'enregistreront les sociétés.

Le cash est roi

Au total, nous assistons donc à une déflation brutale de la valeur des actifs. Compte tenu de son caractère mondial et de son amplitude, il serait logique qu'elle ne dure pas longtemps. Dans une telle période, le « cash » est roi, la question étant de savoir si, pour obtenir du cash, le prix à payer n'est pas trop important aujourd'hui, autrement dit capituler comme le font aujourd'hui les investisseurs n'a de sens que si l'on est capable de revenir demain.

Certes les analystes financiers ont toujours cherché à justifier l'achat, la croissance économique et les liquidités abondantes justifiant in fine ce choix, et nous avons forcément du mal à les croire aujourd'hui. Il n'en demeure pas moins qu'après ce crack, nous reprendrons une analyse plus rationnelle : les cash flows anticipés, leur probabilité de réalisation, etc. Le biais du survivant jouera à fond pour les banques concernées et dans une certaine mesure les sociétés.

Nous retrouverons donc la voie de la sagesse et une hiérarchie des taux de rendement proportionnels à leur incertitude :

- La certitude des cash flows obligataires d'Etat ne demandera qu'une prime de risque en fonction de l'inflation ;
- La forte visibilité des cash flow de l'immobilier d'entreprise et la protection de l'inflation à long terme offerte par un actif réel ne nécessitera pas une prime de risque

élevée au-delà du coût de la liquidité ;

- L'incertitude sur les résultats des entreprises nécessitera une prime de risque plus élevée que ces sociétés soient cotées ou non cotées.

La gestion alternative retrouvera ses lettres de noblesse sur des stratégies et des véhicules certainement moins soumis à des risques de liquidité.

Les tendances de long terme tiendront compte des phénomènes réels de long terme et des équilibres et déséquilibres qu'ils créeront : croissance démographique, ressources naturelles et environnement, énergie et croissance, allongement de la durée de vie et répartition du fruit du travail, inflation et création de richesse, bref, des thèmes séculaires que l'exubérance et l'irrationalité des marchés nous font parfois oublier.

Sans oublier que la courbe d'apprentissage de l'esprit humain est inexistante : seule la peur d'une nouvelle crise nous guidera. Plus la crise sera profonde et longue, plus nous serons longtemps prudents. Jusqu'à ce qu'une nouvelle bulle éclate, issue probablement des solutions qui seront trouvées à la crise actuelle.

Une allocation réfléchie

En conclusion, s'il faut aujourd'hui piloter à vue, il ne faut pas oublier les problématiques de long terme, et si cette crise doit bien nous enseigner une chose, c'est la nécessité d'une allocation d'actifs globale, tactique, dynamique, réfléchie et qui distingue clairement les actifs risqués des actifs à risques. La marée d'actifs « toxiques » s'est créée par la contamination, au sein des mêmes véhicules, d'actifs de hiérarchie de risques différents qui, au final, ont tous été touchés. ■

La multigestion alternative au cœur de la tourmente financière

Olivier Ramé, Directeur de la gestion UFG Alteram

L'ampleur de la crise de liquidité que nous traversons actuellement a balayé toutes les références de scénario de stress que nous utilisions jusqu'à présent. Son impact sur le monde alternatif est sans précédent et certaines stratégies ont fait l'expérience de pertes statistiquement improbables, de l'ordre de 5 à 7, voire 10 écart-types ! Les dislocations que nous constatons sur l'ensemble des marchés financiers sont extrêmes, et les spreads de valeurs relatives ont atteint des niveaux qui nous auraient encore semblé aberrants il y a quelques semaines.

Bien que la crise ne soit pas encore derrière nous, nous constatons que les événements s'accroissent et que les gouvernements et les banques centrales agissent désormais de concert. Dans ce cadre, nous regardons l'avenir avec optimisme. Car même s'il reste encore de la volatilité et peut-être de nouvelles heures difficiles à l'horizon, nous sommes aussi conscients du fait que la normalisation des marchés offrira sans aucun doute aux gérants alternatifs les moyens de délivrer des rendements très attractifs. Ce fut historiquement le cas après les crises de 1994, 1998 et 2002, où les indices de hedge funds (HFRI Composite) ont offert des rendements de 15 %, 32 % et 18 % respectivement en 1995, 1999 et 2003.

Stratégies d'Arbitrage et de Valeur Relative

Arbitrage d'Obligations Convertibles

L'arbitrage de convertibles a été la stratégie la plus touchée par la crise, et au final, l'ensemble des spreads de valeurs relatives a connu des mouvements d'une volatilité et d'une ampleur sans précédent. Le mois de septembre aura donc été catastrophique pour notre portefeuille de convertibles qui annonce une perte de - 8,5 %. Parmi les principales raisons ayant conduit à un tel scénario catastrophe, nous voulons mentionner :

- La totale paralysie des marchés interbancaires et des marchés de refinancements qui bloque l'activité des banques et des hedge funds.
- L'interdiction de vendre à découvert les actions des secteurs bancaire et financier qui remet en cause le concept même de certains arbitrages (notamment sur les convertibles).
- Le débouclage des positions de Lehman Brothers par les liquidateurs, qui conduit à des ventes massives de titres détenus en collatéral des prêts consentis par la banque.
- La déroute des marchés de crédit suite aux quasi-faillites de nombreux géants du système bancaire américain et à la confirmation du ralentissement économique mondial qui provoque une distorsion sur les marchés de couverture via CDS (« Credit Default Swap »)

- Le « deleveraging » d'institutions financières telles que Goldman Sachs et Morgan Stanley, contraintes de réduire leurs engagements pour atteindre les objectifs de solvabilité requis par la Réserve Fédérale.

Arbitrage de Taux d'Intérêts Souverains

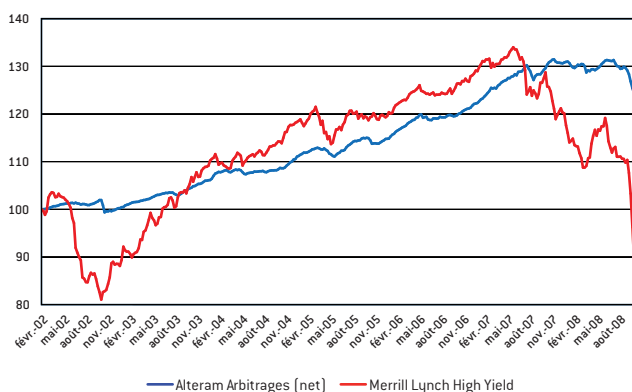
Le bilan est très positif pour nos gérants d'arbitrage de taux qui démontrent une nouvelle fois, avec une performance faiblement positive sur le mois, leur résistance aux chocs de volatilité. Ils ont pu profiter du « flight-to-quality » massif survenu à la suite du non sauvetage de Lehman Brothers. Malheureusement, cette faillite a aussi entraîné, comme en mars 2008 avec la quasi faillite de Bear Stearns, des ventes dévastatrices sur le marché des obligations japonaises indexées à l'inflation. Les gérants ont alors constaté une totale dislocation de ce marché.

Arbitrage de Crédit

Les marchés de crédit corporate sont directement impactés par le gel des financements bancaires, premier lien physique entre l'économie financière et l'économie réelle. Les spreads de crédit anticipent désormais des niveaux de défaut record sur les entreprises. L'indice Merrill Lynch US High Yield Master II perd ainsi 8,30 % en septembre et les spreads continuent de

suite en page 4

Performances depuis février 2002 de la stratégie d'arbitrage et de la stratégie long/short actions





s'écarter largement en octobre dans des territoires inconnus (jusqu'à 1400 points de base !).

Aucun secteur ne fait exception au mouvement baissier même si la santé, le transport et l'assurance résistent mieux.

Les stratégies d'arbitrage ont donc souffert de la très forte volatilité des marchés obligataires et de l'aggravation de la déconnexion entre le prix des obligations et celui des instruments dérivés. Dans ces conditions, nos gérants ont généré des performances comprises entre - 5,50 % et + 2,25 %, (une majorité à - 2 %). Les fonds ont globalement souffert de pertes sur les dettes bancaires high yield (HY) et sur la volatilité des spreads au sein des structures de capital.

Arbitrage d'Actions

En septembre, nos fonds Equity Market Neutral ont montré une certaine capacité de résistance et ne perdent en moyenne que 1,68 %, performance correcte par rapport aux indices boursiers. Les performances diffèrent néanmoins fortement d'un fonds à l'autre : de - 7,74 % à + 0,34 %. Notre gérant européen discrétionnaire maintient son leadership grâce à un positionnement short sur les valeurs industrielles, sur les métaux et la chimie, à une exposition opportuniste à court terme sur le secteur bancaire et à un recentrage sur des secteurs défensifs tels que tabac, boissons et télécoms. Dans le trio de tête, nous retrouvons encore nos deux gérants spécialisés sur le secteur de la pharmacie, qui génèrent une performance moyenne de - 0,24 %. Malgré les qualités défensives du secteur, des niveaux de valorisation attractifs et un momentum positif porté par des perspectives de concentration, le secteur est en retrait de 6,33 % aux Etats-Unis. Dans ce contexte, nos gérants ont continué d'abaisser leur exposition brute et ont bénéficié d'un stock picking de qualité.

Stratégies sur les Dettes Distressed

La stratégie distressed souffre également sur le mois, mais tient assez bien face à la baisse des crédits. En effet, les fonds de distressed, généralement, n'utilisent pas d'effet de levier et sont même peu investis, avec en moyenne une portion de cash

autour de 40 % de leurs actifs.

Le ratio de dette HY se négociant à des niveaux « distressed » a cru de plus de 12 % sur le mois, passant à 40,2 % du gisement total des obligations HY américaines. Cela crée de nombreuses opportunités et beaucoup de matière pour l'analyse fondamentale de la valeur des dettes et de leurs collatéraux. Il convient selon nous de ne pas se positionner agressivement à l'achat tout en continuant de sélectionner les gérants qui seront les plus à même de profiter du prochain cycle économique.

Stratégies Long Short sur Actions

Même si le degré de baisse des indices actions en septembre n'est en soi pas exceptionnel, similaire aux mois de janvier et juin 2008 par exemple, ce sont la volatilité extrême et la multitude d'évènements exogènes qui ont fait du mois écoulé une période hors normes. Les indices actions terminent le mois en territoire largement négatif, le MSCI World, le MSCI Europe et le S&P 500 chutant respectivement de - 10,97 %, - 11,89 % et - 9,08 %.

Les fonds L&S ont logiquement beaucoup souffert de ces mouvements erratiques et chutent en moyenne de 5,5 %. Un grand nombre de nos investissements ont ainsi connu le pire mois de leur histoire et ce, malgré des expositions nettes et des leviers conservateurs. Ces expositions ont d'ailleurs continué à diminuer en septembre, les gérants mettant de plus en plus l'accent sur la préservation du capital.

Les fonds les plus touchés (jusqu'à - 21 %) se caractérisent en général par un biais directionnel plus prononcé, un accent sur les secteurs énergie / materials et un processus d'investissement orienté vers l'analyse fondamentale « micro » plutôt que vers une analyse « macro ». Nous avons au fil des mois passés favorisé les processus dits « top down », plus à même selon nous de comprendre les mouvements de marché actuels et de profiter à moyen terme de certaines dislocations.

La zone géographique dans laquelle les fonds L&S évoluaient a finalement été assez peu discriminante même si les gérants américains ont eu tendance à

conserver un biais long un peu plus prononcé et donc à souffrir un peu plus.

Les fonds émergents en général et asiatiques en particulier affichent une baisse de 4 % en moyenne alors que dans le même temps, l'indice MSCI Asie Pacifique hors Japon chute de 13 %. Les biais longs sur la Chine se sont avérés néfastes quand est survenue la baisse de 22 % de l'indice H shares.

Après les pertes accumulées en septembre, les expositions sont maintenant au plus bas et les gérants s'écarteront autant que possible des positions ou des thèmes les plus joués. Nous assistons, selon la majorité des gérants, à une période de capitulation, caractérisée par des mouvements violents, erratiques et dangereux. Cependant, ces mouvements s'accompagnent aussi d'une grande irrationalité, qui est source d'opportunités et donc de rendement potentiel à moyen terme pour les gérants ayant su conservé un niveau de cash important et ayant su correctement protéger le capital durant la crise.

Stratégies de Trading de Futures

La performance des fonds de trading de futures (CTAs) a été très appréciée au mois de septembre, nos gérants enregistrant en moyenne un gain de 3,35 %. Cependant, des disparités importantes entre les fonds sont à noter : les performances oscillent entre - 3,87 % et + 12,97 %. Les positions vendeuses sur les indices actions et acheteuses sur la partie courte des courbes de taux ont été les principales sources de performance. Les positions sur les matières premières ont été globalement bénéficiaires sur le mois, surtout au niveau des positions vendeuses sur les métaux (cuivre, aluminium, zinc). L'exposition à l'énergie n'a pas été rémunératrice en raison de la forte volatilité du prix du baril de pétrole qui a significativement augmenté sur la période du 16 au 22 septembre en atteignant un point haut à près de 109 \$, après avoir atteint un plus bas de 7 mois à 91 \$ quelques jours plus tôt. ■