



La Gestion Alternative : Rétrospective 2008, Recommandations 2009

Janvier 2009

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

De plus, Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges,
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil.

Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site www.dexia-am.com.

Money does not perform. People do.



La Gestion Alternative : Rétrospective 2008 et Recommandations 2009

Janvier 2009

2008 aura clairement été la pire année pour les stratégies alternatives si on analyse à fin Décembre les indices HFRI disponibles sur les 10 dernières années. Avec une performance de -18% et une volatilité de 10% sur l'année, l'indice HFRI représentant l'ensemble des stratégies répertoriées par Hedge Fund Research est "dans le rouge" :

Datas as at Dec, 31 2008

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	1 Year Return	1 Year Vol	5 Years Return	5 Years Vol	10 Years Return	10 Years Vol
S&P 500 INDEX	+27%	+20%	-10%	-13%	-23%	+26%	+9%	+3%	+14%	+4%	-38%	-38%	22%	-4%	13%	-3%	15%
MSCI EMU Local	+28%	+37%	-4%	-19%	-35%	+16%	+10%	+22%	+19%	+5%	-47%	-47%	25%	-2%	16%	-3%	19%
JPM Aggregate Bonds	+10%	-3%	+12%	+8%	+11%	+4%	+5%	+3%	+4%	+7%	+8%	+8%	6%	+5%	4%	+6%	4%
HFRI Fund Weighted Composite Index	+3%	+31%	+5%	+5%	-1%	+20%	+9%	+9%	+13%	+10%	-18%	-18%	10%	+4%	7%	+7%	7%
HFRI Fund of Funds Composite Index	-5%	+26%	+4%	+3%	+1%	+12%	+7%	+8%	+10%	+10%	-21%	-21%	9%	+2%	7%	+5%	6%
HFRI Relative Value (Total) Index	+3%	+15%	+13%	+9%	+5%	+10%	+6%	+6%	+12%	+9%	-17%	-17%	10%	+3%	6%	+6%	4%
Fixed Income-Convertible Arbitrage Index	+8%	+14%	+15%	+13%	+9%	+10%	+1%	-2%	+12%	+5%	-35%	-35%	21%	-5%	11%	+3%	8%
Fixed Income-Corporate Index	-5%	+7%	-3%	+5%	+6%	+21%	+10%	+5%	+11%	-1%	-22%	-22%	21%	+0%	11%	+3%	8%
HFRI Macro (Total) Index	+6%	+18%	+2%	+7%	+7%	+21%	+5%	+7%	+8%	+11%	+5%	+5%	6%	+7%	5%	+9%	6%
Systematic Diversified Index	+25%	+26%	+12%	+4%	-3%	+15%	+6%	+14%	+17%	+10%	+18%	+18%	10%	+13%	8%	+12%	8%
HFRI Equity Hedge (Total) Index	+16%	+44%	+9%	+0%	-5%	+21%	+8%	+11%	+12%	+11%	-26%	-26%	13%	+2%	9%	+7%	10%
Equity Market Neutral Index	+8%	+7%	+15%	+7%	+1%	+2%	+4%	+6%	+7%	+5%	-6%	-6%	5%	+3%	3%	+5%	3%
HFRI Event-Driven (Total) Index	+2%	+24%	+7%	+12%	-4%	+25%	+15%	+7%	+15%	+7%	-21%	-21%	10%	+4%	7%	+8%	7%
HFRI ED: Merger Arbitrage Index	+7%	+14%	+18%	+3%	-1%	+7%	+4%	+6%	+14%	+7%	-5%	-5%	6%	+5%	4%	+7%	4%
HFRI Emerging Markets (Total) Index	-33%	+56%	-11%	+10%	+4%	+39%	+18%	+21%	+24%	+25%	-37%	-37%	13%	+7%	9%	+12%	10%

Quels impacts la crise financière initiée en 2007 a-t-elle eu sur la Gestion Alternative, et quels enseignements en tirer pour 2009 ?

La crise confirme la place de la Gestion Alternative dans une allocation globale

On rappellera d'abord que la performance des investissements alternatifs sur 2008 se compare honorablement aux pertes subies par les marchés actions, avec deux fois moins de perte et de volatilité sur 2008, "annus horribilis" pour les marchés financiers (voir tableau ci-dessus). A défaut d'être parfaitement décorrélée des marchés financiers, la Gestion Alternative a permis néanmoins aux investisseurs de ne subir qu'en partie les impacts de la crise. En ce sens cette gestion a effectivement joué son rôle "**d'amortisseur**" dans une allocation globale. D'autant plus que cette performance décevante masque une **diversité de performances très négatives et très positives**, qui permettent de nuancer un premier jugement négatif sur l'univers des hedge funds.

A ce titre si l'on s'en tient aux stratégies alternatives gérées par Dexia AM, **trois grandes familles de Gagnants/Perdants** peuvent être définies sur 2008 :

- Avec des **performances fortement négatives**, les fonds orientés crédit se sont effondrés au fur et à mesure de l'implosion des sous-jacents initiée à partir d'Août 2007.



- Avec des **performances comprises entre -2% et -10%**, nos **fonds "Risk Arbitrage"** enregistrent une performance négative en absolu, mais largement rassurante en relatif pour des fonds exposés directement aux marchés actions, avec des volatilités contenues. Le même constat s'impose pour nos **fonds de fonds alternatifs Dexia World Alternative** avec des performances allant de -4% à -16%, et une volatilité inférieure à 10%, volatilité équivalente à celle de l'indice HFRI des fonds de fonds qui perd quant à lui 21% sur 2008.
- Enfin la majorité de nos stratégies ont dégagées des **performances très positives** sur 2008 :
 - Nos fonds **Long/Short Market Neutral Actions Européennes** affichent des performances de +3.9% et +8.7% de performance avec des volatilités respectivement de 1.0% et 3.4%, face à un marché actions européen qui a perdu 47% avec une volatilité supérieure à 20%.
 - Le fonds de futures (CTA) **Dexia Systemat** enregistre une performance de 22.8% avec une volatilité de l'ordre de 11%, en surperformant par ailleurs les indices représentatifs de nos concurrents.
 - 2008 aura été une année exceptionnelle pour nos fonds de gestion de conviction **Long/Short sur les Taux Etat et les Devises des pays émergents**, avec un ratio de performance / volatilité de +5.7% / 1.9% pour le fonds Dexia Money+ Emerging Arbitrage et de +35% / 21% pour le fonds Dexia Long/Short Emerging Markets.
 - La crise aura également permis à nos fonds **d'arbitrage de volatilité** Dexia Money+ Getec et Dexia Volatility Opportunities de dégager des performances en ligne avec leurs objectifs, de l'ordre de +5.4% à +8.2% sur 2008 avec des volatilités comprises entre 2.5% et 12%.
 - Le fonds **Dexia Index Arbitrage** qui arbitre les réajustements d'indices actions a rapporté à ses investisseurs +5.5% en 2008 avec une volatilité de 1.2%. Cette performance a par ailleurs été réalisée en restant très faiblement dépendante des tendances violentes des marchés actions en 2008.

La crise amène un bouleversement rapide du cadre réglementaire et opérationnel dans lequel s'expriment les Hedge Funds, pour le plus grand bénéfice des investisseurs.

L'affaire Madoff a clairement jeté l'opprobre sur l'ensemble des hedge funds, en caricaturant à l'extrême les faiblesses de cette industrie : absence de valorisateur et de dépositaire indépendant, confusion entre les rôles de gérant et de broker-dealer, opacité des stratégies sous-jacentes et des délégations de gestion, encadrement juridique insuffisant, contrôle réglementaire inefficace ...

Ces failles dans l'industrie anglo-saxonne des hedge funds ne doivent cependant pas être généralisées : On rappellera par exemple que le **cadre réglementaire installé en Europe** continentale apparaît **plus sûr** pour les investisseurs. Ainsi Dexia Asset Management est régulièrement contrôlée par les autorités de tutelle française et luxembourgeoise dans le



cadre des agréments réglementaires ad hoc. De même **nos fonds alternatifs, tous de droit européen**, bénéficient d'une claire **séparation** entre la **société de gestion et la banque dépositaire/valorisateur des fonds**, avec publication d'un rapport annuel d'activité audité et d'un reporting mensuel complet à destination des investisseurs.

La cadre opérationnel de gestion des hedge funds connaît quant à lui un profond bouleversement, marqué par plusieurs tendances de fond :

- **Adaptation de la liquidité** du fonds à celle de ses sous-jacents, notamment dans le cadre de la multi gestion alternative
- Evolution rapide des relations entretenues avec les prime brokers et les banques d'investissement, et **réduction des effets de levier** assortis d'un financement prohibitif
- Des **marchés financiers en pleine réorganisation**, essentiellement sur les marchés OTC de produits dérivés, avec la création probable de chambres de compensation et une transparence accrue dans les stratégies initiées par les opérateurs
- Une demande pressante de la part des investisseurs, des autorités de contrôle et des pouvoirs publics pour une plus grande **transparence** des stratégies initiées, un **contrôle accru** des risques et une **meilleure information** sur les pertes potentielles supportées.

Ce cadre opérationnel a également connu à partir de Septembre dernier une restriction ponctuelle concernant les possibilités de ventes à découvert, notamment sur les titres du secteur financier et le rappel de l'interdiction de ventes à découvert sans prêt-emprunt préalable. L'impact de ce type de mesure est à l'heure actuelle difficilement mesurable : Les Etats-Unis et l'Angleterre ont levé ces restrictions, qui ont été prolongées en Europe continentale sur les premiers mois de 2009, et les premiers travaux de recherche académique sur le sujet indiquent un faible impact entre ces restrictions de ventes à découvert et l'évolution des marchés financiers.

L'exemple récent du titre Volkswagen rappellera cependant que vendre à découvert un titre financier via le prêt-emprunt de titre reste une activité spécifique et risquée. Cette activité demande ainsi une connaissance approfondie des marchés sous-jacents et une mise en œuvre par des équipes spécialisées, comme c'est le cas de l'équipe Equity Finance dédiée à cette activité au sein de Dexia Asset Management depuis 2003.

La crise crée de nouvelles opportunités d'investissements que peuvent exploiter les hedge funds ... sans forcément revenir aux excès du passé

La crise financière a créé une **dislocation sans précédent sur l'ensemble des classes d'actifs** : certaines actions se traitent en dessous de la valeur comptable de l'entreprise, les obligations corporates investment grade & high yield offrent actuellement des coupons de l'ordre de 7 à 20% par an, le marché des convertibles est en pleine dépression, la crise impacte chaque jour plus lourdement les secteurs financier, automobile, chimiques, luxe ...

Au sein de ce maelstrom on commence cependant à voir se profiler de **très intéressantes opportunités** pour les investisseurs, comme par exemple sur le **marché crédit** des stratégies de portage de dette corporate parfaitement couvertes par des CDS.

De même le maintien de tendances marquées sur les taux, les changes, les matières premières et les marchés actions se fait au plus grand **bénéfice des fonds Global Macro et CTA**. Sans oublier les **niveaux de volatilité** actuels, qui même en revenant de leurs pics de 80% constatés en 2008 restent toujours significativement élevés ... et offrent ainsi un environnement de marché favorable aux **stratégies actions market neutral** et aux **stratégies spécialisées sur la volatilité**.

Paradoxalement, la liquidation de hedge funds et la réduction des activités de trading pour compte propre des banques d'investissement réduit le nombre d'arbitragistes présents sur des stratégies de niche, et **augmente donc les marges de manœuvre disponibles** : c'est notamment le cas pour les stratégies mises en œuvre par **Dexia Index Arbitrage**.

A moyen terme nous anticipons un retour à la normale sur les marchés de crédit, bénéfique aux fonds investis sur cette classe d'actifs, mais également un retour des opérations de fusions-acquisitions dont pourront profiter nos fonds spécialisés sur ce type d'arbitrage.

On notera enfin que la dislocation actuelle permet de bénéficier de rendements cibles très attrayants **sans devoir recourir massivement aux effets de leviers**. Une tendance qui accompagne selon nous un retour chez les investisseurs de rendements cibles en baisse, loin des paillettes des performances annuelles au delà de 15%. En contrepartie les investisseurs imposent des **exigences** beaucoup plus fortes sur **l'encadrement**, le **contrôle opérationnel**, la **transparence** et la **liquidité** des fonds alternatifs qui leurs sont proposés.

Autant de demandes auxquelles répond Dexia Asset Management dans le cadre de ses gestions alternatives depuis 1996.

