



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 écarts-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. Afin d'illustrer ce propos, nous avons placé dans ce document plusieurs graphiques retraçant l'évolution des différents spreads et classes d'actifs sur lesquels opèrent nos gérants alternatifs.

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 pour garantir la stabilité du système bancaire et redonner confiance aux épargnants et investisseurs. Dans ce cadre, nous ne pouvons nous empêcher de regarder 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 de Crédit Corporate

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 car ces dernières vont avoir le plus grand mal à refinancer leurs obligations. L'indice Merrill Lynch US High Yield Master II perd ainsi 8.30% sur le mois de septembre et les spreads continuent de fortement s'écarter en octobre dans des territoires inconnus (spread de 1400 points de base au soir du 9 octobre) ! Aucun secteur ne fait exception au mouvement baissier. La dette High Yield des financières, de l'automobile, de l'édition, de la diffusion de contenu et du jeu baisse en moyenne de plus de 10 points tandis que les secteurs de la santé, du transport et de l'assurance résistent mieux avec une baisse contenue.

Les stratégies d'arbitrage ont donc non seulement souffert de la très forte volatilité des marchés obligataires, mais de l'aggravation de la déconnexion entre le prix des obligations et le prix des instruments dérivés. Dans ces conditions, nos gérants ont généré des performances comprises entre -5.50% et +2.25%, avec une grande majorité autour de -2%. Les fonds ont globalement souffert de pertes sur les dettes bancaires high yield ainsi que sur la volatilité des spreads au sein des structures de capital.

HY Sector CDS-Cash Basis (Sep 25, 2008)

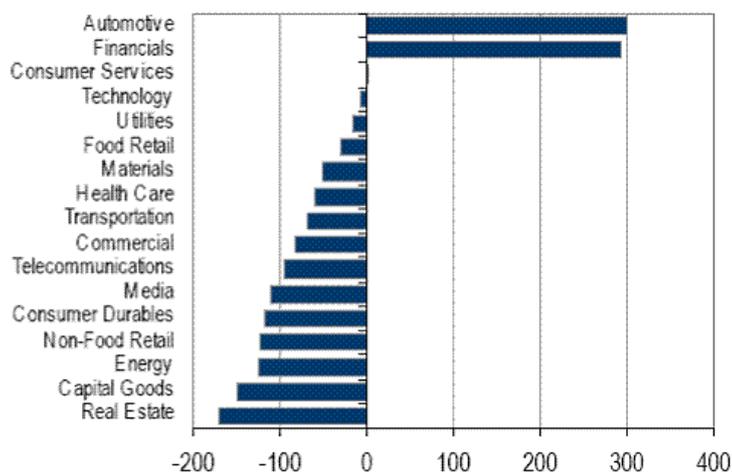


Illustration de la différence de spread entre obligation cash et protection CDS. Une base positive indique que le coût de la protection est supérieur au rendement de l'obligation.

UFG ALTERAM SAS au capital de 1 266 300 € - R.C.S. PARIS B 438 667 164 - 173, bd Haussmann - 75008 PARIS - SOCIETE DE GESTION DE PORTEFEUILLE - AGREMENT AMF N° GP 01 - 45



Arbitrage d'Obligations Convertibles et de Volatilité

Les déboires de la stratégie d'arbitrage de convertibles mettent en exergue les graves difficultés qui ont heurté les gérants alternatifs au cours des dernières semaines. C'est en réalité la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers qui a déclenché un tsunami sur l'ensemble des stratégies alternatives au sein desquelles l'arbitrage de convertibles fut la plus touchée. Mais c'est en réalité l'ensemble des spreads de valeurs relatives qui 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% sur le mois. 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 (billets de trésorerie, repo...) qui oblige les comptes propres de banques et les hedge funds à réduire leurs engagements malgré des conditions de marché adverses.
- L'interdiction de vendre à découvert les actions des secteurs bancaires et financiers qui remet en cause le concept même de certains arbitrages et notamment sur les obligations convertibles puisque le « gamma trading » (ajustement actif des couvertures en delta) devenait caduc.
- Le débouclage des positions de Lehman 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 de la dégradation des conditions macro-économiques mondiales 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 qui sont contraintes de réduire leurs engagements pour atteindre les objectifs de solvabilité requis par la Réserve Fédéral pour les banques commerciales.

Chart 1: Convertible Implied Volatility

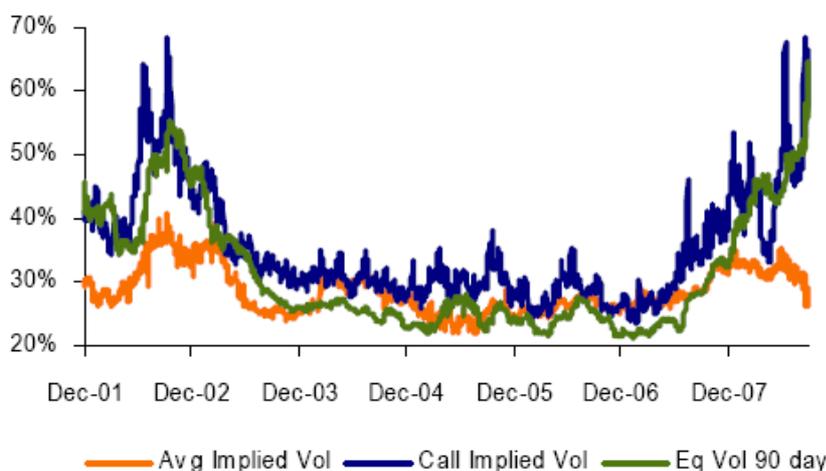


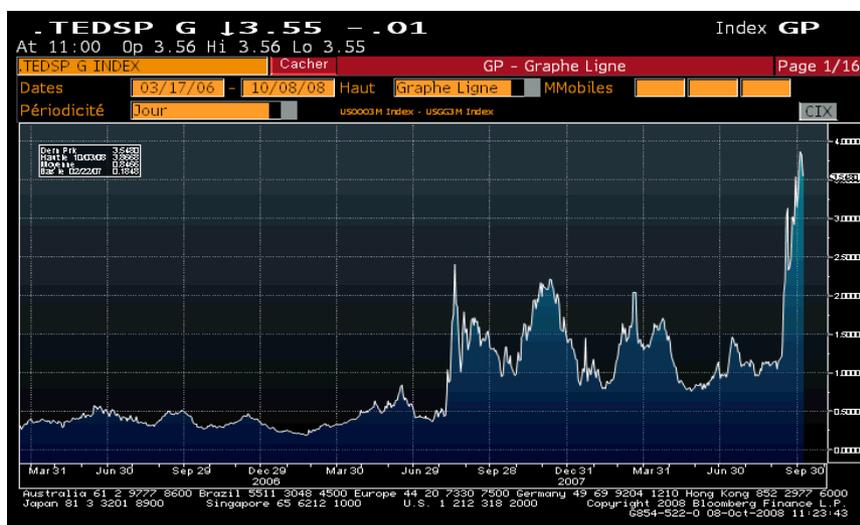
Illustration de la déconnexion entre la valorisation de l'option incluse dans l'obligation convertible (gisement américain) par rapport à la valorisation des options listées sur le marché et la volatilité réalisée par les actions sous-jacentes.

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 (via des positions de spread sur la partie courte de la courbe et des positions optionnelles sur la pentification) 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 sur l'inflation. Les gérants ont alors constaté une totale dislocation



de ce marché, compte tenu du deleveraging massif de l'ensemble des fonds étrangers et de l'absence de demande domestique pour ce type de supports.



Evolution du TED spread : différence de taux à 3 mois entre les obligations d'Etat américaines et les taux interbancaires. Illustration de la paralysie du marché interbancaire.

Arbitrage d'Actions

En septembre, nos fonds Equity Market Neutral ont montré une certaine capacité de résistance en ne perdant en moyenne que 1.68%, performance correcte en comparaison des principaux indices boursiers. Ce résultat masque cependant des écarts importants entre les fonds puisque le meilleur de la catégorie est en hausse de 0.34% alors que le fonds ayant le plus souffert recule de 7.74% sur la période. En première position nous continuons de voir notre gérant européen discrétionnaire, qui a tiré profit de son positionnement short sur les valeurs industrielles, les métaux et la chimie. Son portefeuille long a souffert d'une exposition opportuniste à court terme sur le secteur bancaire, mais a par ailleurs bénéficié d'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. Les sous-secteurs des appareillages médicaux et de la biotechnologie ont été pénalisés par une plus grande aversion au risque qui s'est traduite par une contre-performance des petites capitalisations boursières. Dans ce contexte, nos gérants ont continué d'abaisser leur exposition brute et ont bénéficié d'un stock picking de qualité pour générer de l'alpha.

Performances arrêtées au 06/10/2008	YTD	1er semestre	3ème trimestre	2007	12 mois
S&P 500 Financials Index	-35.20%	-30.89%	-0.10%	-20.84%	-35.35%
S&P 500 Information Technology Index	-29.40%	-13.43%	-18.45%	15.53%	-22.04%
S&P 500 Consumer Discretionary Index	-21.20%	-13.86%	-8.53%	-14.32%	-22.97%
S&P 500 Consumer Staples Index	-5.40%	-8.54%	3.43%	11.60%	-1.63%
S&P 500 Energy Index	-25.08%	8.12%	-30.71%	32.38%	-15.46%
S&P 500 Telecom Services Index	-32.34%	-18.90%	-16.58%	8.45%	-26.68%
S&P 500 Materials Index	-30.23%	0.19%	-30.37%	19.99%	-22.91%
S&P 500 Index	-25.14%	-12.83%	-14.12%	3.53%	-21.13%

Performance des secteurs d'activité de l'indice large S&P 500 sur la période récente. Illustration de la volatilité des marchés et de la rotation sectorielle.



Stratégies sur les Dettes Distressed

La stratégie distressed souffre également sur le mois mais tient relativement bien face à la baisse des crédits. En effet les fonds de distressed n'utilisent généralement pas d'effet de levier et sont même globalement 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 » (proportion d'obligation avec spread au dessus du LIBOR supérieur à 1000 points de base) s'établit désormais à 40.2% du gisement total des obligations high yield américaine, soit une augmentation de plus de 12% sur le mois. Au total ce sont désormais 372 milliards de dollars d'obligations de nominal qui sont désormais éligibles à l'investissement pour nos gérants. Cela procure évidemment de nombreuses opportunités et surtout beaucoup de matière pour l'analyse fondamentale de la valeur des dettes et de leurs collatéraux. Il est encore trop tôt à notre sens pour se positionner agressivement à l'achat car le pessimisme ambiant ne permet pas de fixer des prix planchers aux actifs physiques. Nous restons donc toujours à l'écart de la stratégie tout en continuant de sélectionner les gérants qui seront les plus à même de profiter du prochain cycle économique.

Various estimated spreads using a 250bp liquidity premium

		Recovery rate				
		20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%
Default rate	4.00%	866bp	846bp	826bp	806bp	786bp
	5.00%	946bp	921bp	896bp	871bp	846bp
	6.00%	1026bp	996bp	966bp	936bp	906bp
	6.50%	1066bp	1034bp	1001bp	969bp	936bp
	7.00%	1106bp	1071bp	1036bp	1001bp	966bp
	7.50%	1146bp	1109bp	1071bp	1034bp	996bp
	8.00%	1186bp	1146bp	1106bp	1066bp	1026bp
	9.00%	1266bp	1221bp	1176bp	1131bp	1086bp
	10.00%	1346bp	1296bp	1246bp	1196bp	1146bp

Source: JPMorgan

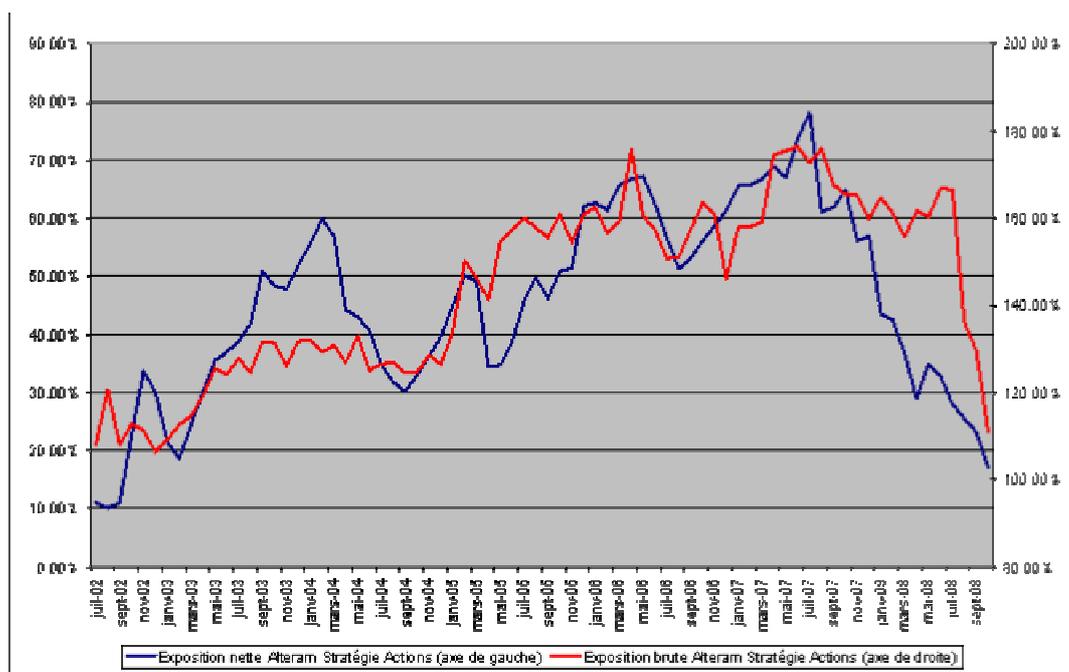
Matrice théorique de la relation entre les spreads de crédit, le taux de recouvrement et les taux de défaut des entreprises privées américaines. Illustration de l'anticipation de la dégradation de l'environnement économique (pour mémoire le spread actuel du marché high yield est proche de 1400 points de base soit une anticipation de taux de défaut autour de 10% sur les 12 prochains mois).

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, ceux-ci chutant 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, comme en atteste le graphique ci-dessous :



Les disparités de rendements observées ont logiquement été aussi très importantes, les performances allant de -21% à +0.3%. Les fonds les plus touchés se caractérisent en général par un biais directionnel plus prononcé, des investissements importants sur les secteurs énergie / matériaux 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 process dits « top down » plus à même selon nous de comprendre les mouvements de marché actuel 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. En effet, contrairement aux fonds européens qui avaient réduit au fil des mois leur degré d'agressivité, nos gérants américains ont démarré septembre avec des expositions brute et nette, de l'ordre de 120% et 40% en moyenne et ont souvent réduit leurs expositions trop tardivement après la première vague de baisse vers la moitié du mois.

Les fonds émergents en général et asiatiques en particulier n'ont pas été épargnés et ils affichent une baisse de 4% en moyenne alors que dans le même temps l'indice MSCI Asie Pacifique hors Japon chutait de 13%. Il est vrai qu'à la fin du mois d'août, plusieurs de nos gérants avaient conservé un biais long sur la Chine, pariant sur les effets positifs du programme de soutien à la croissance annoncé par le gouvernement. La baisse de 22% de l'indice H shares les a pris de plein fouet et représente le principal facteur explicatif des pertes enregistrées ce mois-ci.

Après les pertes accumulées en septembre, les expositions sont maintenant au plus bas et les gérants essaient d'éviter le plus possible les positions ou les thèmes les plus joués, de façon à ne plus subir les effets de « deleveraging » des hedge funds et autres comptes propres de la place. Nous assistons, selon la majorité des gérants, à une période de capitulation, caractérisée par des mouvements violents, erratiques et dangereux. La situation n'est cependant pas dénuée d'éléments positifs puisque ces mouvements s'accompagnent aussi d'une grande irrationalité, source d'opportunités et donc de rendement potentiel à moyen terme pour les gérants ayant su conserver 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, avec des performances comprises 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 alors que des gains plus modérés, voire des pertes ont été réalisés sur les autres classes d'actifs en raison des nombreux et violents retournements de tendances observés tout au long du mois. Les gérants ont notamment souffert du retournement brusque à la baisse du dollar US contre toutes devises entre le 11 et le 22 septembre. Celui-ci a repris sa tendance haussière depuis et a permis aux modèles de compenser leurs pertes. Les positions sur les matières premières ont été globalement bénéficiaires sur le mois bien que de manière plus hétérogène selon que l'on considère les positions vendeuses sur les métaux (cuivre, aluminium, zinc), ou acheteuses sur les matières premières agricoles et les énergies. Les premières ont été gagnantes et largement exploitées par les gérants en raison du déséquilibre conjoncturel existant dans ce secteur lié au ralentissement économique. Pour la seconde catégorie, le bilan est mitigé, avec d'un côté le sucre qui s'est octroyé plus de 6%, et de l'autre côté le coton qui a baissé de 3%. Enfin, 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.

Olivier Ramé