

30 Septembre 2008

Flash Infos HDF

Quel avenir pour la multi gestion alternative ?

La vente à découvert est un des outils permettant à la gestion alternative d'offrir du rendement et de la protection aux investisseurs. Suite aux récentes mesures imposant des restrictions temporaires sur les ventes à découvert d'actions du secteur financier, et dans un contexte de marché difficile, il nous paraît utile aujourd'hui de faire le point sur les perspectives de rendement de la multi gestion alternative à court et à moyen terme.

Au sujet des ventes à découvert, rappelons ici pourquoi nous estimons que les récentes mesures d'interdiction temporaires ne devraient pas gêner nos gérants alternatifs actions dans leur capacité à générer du rendement et de la protection aux investisseurs (cf notre [Flash Infos HDF du 22 septembre](#)) :

- L'interdiction des ventes à découvert « nues » (ou « naked »), c'est-à-dire celles n'ayant pas au préalable fait l'objet d'emprunts de titres, est une bonne chose. En effet, nous estimons que tout ce qui peut être fait pour éviter les excès et réduire les manipulations de marché (ou « market abuse ») va dans le sens d'un meilleur fonctionnement des marchés. Ces gérants qui vendent avant même de savoir quel serait le coût de l'emprunt de titres, ou bien qui vendent en ayant l'intention de racheter avant la livraison, sont peu voire pas présents dans nos portefeuilles.
- L'obligation de communiquer les positions vendeuses à découvert aux autorités apporte de la transparence et contribuera à améliorer la rationalité des marchés et leur stabilité.
- La suspension temporaire des ventes à découvert d'actions de sociétés financières, y compris celles ayant fait l'objet d'emprunts de titres, contribue à restaurer à court terme la stabilité du système financier international, même si ces mesures ne sauraient constituer à elles seules une solution véritable.

Les déboires du système financier ne sont pas du tout dues aux ventes à découvert, mais aux excès de confiance des investisseurs. On peut citer par exemple le cas des réglementations prudentielles pro-cycliques qui encouragent les banques à prendre plus de risques quand les prix des actifs montent, et les forcent à vendre quand les prix baissent. Les excès de confiance passés font place aujourd'hui à des excès de défiance.

Nous sommes convaincus que les autorités reconnaissent que la vente à découvert améliore le fonctionnement des marchés.

La vente à découvert :

- contribue à l'intégrité des prix
- réduit la formation de bulles spéculatives
- apporte de la liquidité.

La bulle spéculative qui lèse le dernier acheteur avant que celle-ci n'éclate est immorale, alors que la vente à découvert couverte par l'emprunt de titres participe à l'intégrité des prix et contribue à éviter la formation de bulles spéculatives.

Non seulement les autorités mais également les investisseurs propriétaires de titres savent bien que prêter leurs titres n'a pas pour effet de favoriser une pression vendeuse défavorable, mais au contraire de permettre aux prix de marché des titres de rester proches des valeurs intrinsèques des entreprises, de prévenir la formation de bulles spéculatives et de contribuer à la liquidité. Par exemple, le gérant de fonds de pension Hermes Investment Management a reconnu en 2002 l'apport des ventes à découvert en conditions de marché « normales », tout en recommandant de stopper le prêt de titres dès que les conditions de marchés sont jugées « anormales ». La « International Securities Lending Association » et la FSA britannique ont pris plus récemment des positions similaires.

Concernant l'apport de liquidité, prenons l'exemple d'un institutionnel long-terme (compagnie d'assurance, fonds de pension ou caisse de retraite) qui désire investir un montant significatif en actions d'une entreprise cotée. Si la taille de son investissement est importante par rapport aux montants traités quotidiennement, une exécution peu soignée de son achat risque de faire décaler les prix à la hausse, et déclencher alors l'intérêt d'une série de traders court-terme à accompagner le mouvement et à former une bulle spéculative en se portant acheteurs en concurrence avec l'institutionnel long-terme. Alternativement, l'institutionnel peut demander un prix de « bloc » à un teneur de marché. Celui-ci va lui vendre les titres à découvert, c'est-à-dire qu'il va emprunter les titres dans le marché et les vendre à l'institutionnel à un prix convenu. L'institutionnel long terme est satisfait car il n'est plus exposé au risque de fluctuation des prix. Le teneur de marché va par la

suite utiliser tous les outils à sa disposition pour minimiser les perturbations de marché et racheter tranquillement les titres au cours du temps en se couvrant temporairement sur d'autres instruments si nécessaire pour limiter ses risques.

Enfin, rappelons que les ventes à découvert sont limitées aux montants de titres prêtés, à savoir en général quelques pourcents des encours, et que donc les « fausses rumeurs » dont on a pu entendre parler ici ou là sont bien plus efficaces à l'achat, où les montants disponibles sont théoriquement illimités, qu'à la vente. L'asymétrie des risques entre l'acheteur et le vendeur à découvert contribue à une régulation naturelle du marché et à éviter les excès.

En conclusion, l'ensemble des gestions alternatives, y compris celles intervenant sur les actions, devraient toujours disposer de tous les outils à leur disposition pour générer du rendement et de la protection aux investisseurs à moyen et long terme.

Un « réservoir d'alpha »

A court terme, les marchés sont difficiles. Plus de temps que prévu sera nécessaire pour mettre en place les mesures de soutien aux banques américaines. Les marchés sont étroits et manquent de profondeur. Ils réagissent fortement à toute nouvelle ou absence de nouvelle, aux espoirs ou aux déceptions, à des rumeurs comme à des faits. Dans ce contexte, nos gérants ont du mal à naviguer et à continuer à générer des rendements et de la protection à court terme.

Mais les perspectives de rendement de l'ensemble des stratégies alternatives à moyen et long terme sont considérables. En effet, les prix d'un grand nombre d'instruments sur la plupart des marchés et classes d'actif s'éloignent de leur valeur intrinsèque à cause du manque de profondeur des marchés et des ventes forcées d'investisseurs à la recherche de liquidités. Certains investisseurs émotionnels participent également à créer des opportunités en vendant à tout prix dans un marché déjà déséquilibré. Mais la détermination des autorités américaines à tout mettre en œuvre pour consolider le système bancaire est intacte. Le soutien qu'elles apportent aux banques sous différentes formes contribue à diminuer les volumes des ventes forcées et ont pour effet de se faire rapprocher plus vite de nous le temps où les marchés redeviendront rationnels. Les investisseurs les plus avisés qui auront su garder patience bénéficieront alors de ces opportunités.

Même si une récession économique devait peser encore sur les marchés actions, la gestion alternative pourra alors tout de même générer des rendements comme elle a su le faire entre 2000 et 2003 (rendements positifs chaque année calendaire alors que les actions perdaient la moitié de leur valeur). De plus, une étude sur les indices de gestion alternative HFR montre que l'industrie alternative a généré des rendements supérieurs à 15% par an à chaque fois que les pertes cumulées ont dépassé 5%.

HDF

Fort de ses 22 ans d'expérience, HDF a déjà vécu des périodes de crise mais également des périodes de sortie de crise. Aujourd'hui, HDF aborde cette crise comme les précédentes, à savoir avec prudence et sérénité.

Nous sommes confiants du fait que nos valeurs concernant

- la gestion des risques extrêmes ([cf Flash Infos HDF de février 2007](#))
- l'adossement de liquidité de nos fonds de fonds ([cf Flash Infos HDF de juillet 2007](#))
- nos décisions d'allocation pour s'adapter à la crise ([cf Flash Infos HDF de mars 2008](#))

devraient permettre à nos fonds de fonds de résister, puis de bénéficier des nombreuses opportunités qui s'offriront.

Votre contact commercial habituel HDF se tient à votre disposition pour tout renseignement complémentaire.

<http://www.hdf-finance.fr>

01 44 17 12 34

investorsrelations@hdf-finance.fr