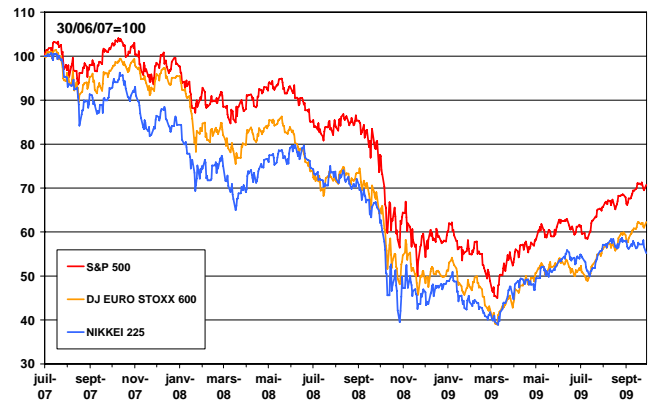


	25-09-09	Maximum historique depuis 10 ans	Date	Variation	
				Trim.	depuis fin 2008
DJIA	9 665,2	14 164,5	09/10/07	14,5%	10,1%
S&P 500	1 044,4	1 565,2	09/10/07	13,7%	15,6%
NASDAQ	2 090,9	5 048,6	10/03/00	13,7%	32,6%
CAC 40	3 739,1	6 922,3	04/09/00	19,5%	16,2%
DAX 30	5 581,4	8 105,7	16/07/07	16,9%	16,0%
FTSE 100	5 082,2	6 930,2	30/12/99	19,8%	14,6%
FTSE MIB	23 102,7	50 108,6	06/03/00	22,7%	18,7%
DJ Euro STOXX 50	2 832,0	5 464,4	06/03/00	18,5%	15,7%
NIKKEI 225	10 266,0	20 833,2	12/04/00	3,9%	15,9%

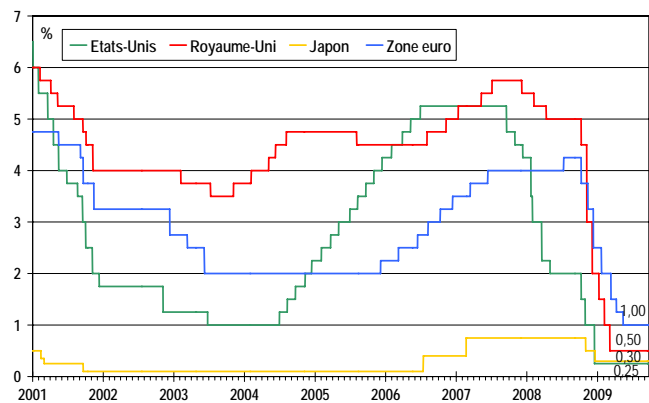
	28/09/09	30/06/09	31/03/09	31/12/08
Taux directeurs (%)				
Etats-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25
Zone euro	1,00	1,00	1,50	2,50
Taux monétaires (%)				
Fed Funds	0,13	0,22	0,16	0,14
EONIA	0,35	0,40	1,64	2,35
Euribor 3 mois	0,74	1,10	1,51	2,89
Taux long terme (%)				
US T-Bond 10 ans	3,28	3,52	2,69	2,25
CNO-TEC 10	3,51	3,73	3,55	3,33
Taux de change				
USD/EUR	1,46	1,40	1,33	1,39
EUR/GBP	1,09	1,17	1,08	1,03
JPY/USD	89,47	96,49	98,77	90,65

Evolution des principaux indices boursiers depuis mi-2007



Dernière observation : 28/09/2009

Politiques monétaires : principaux taux directeurs (%)



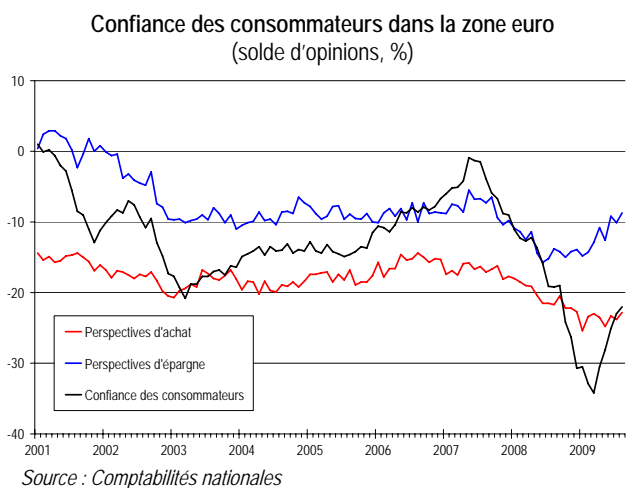
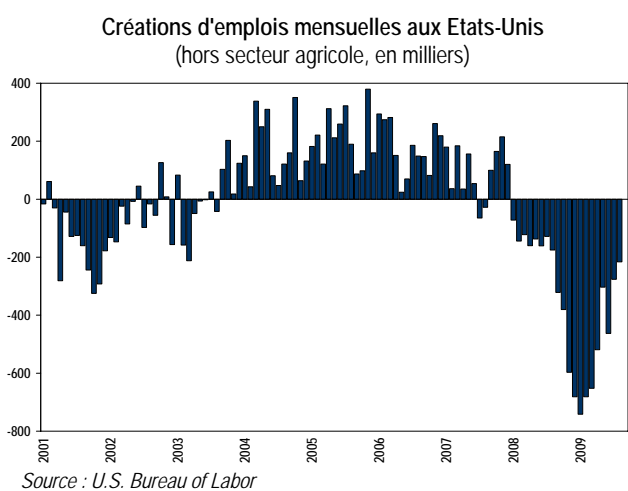
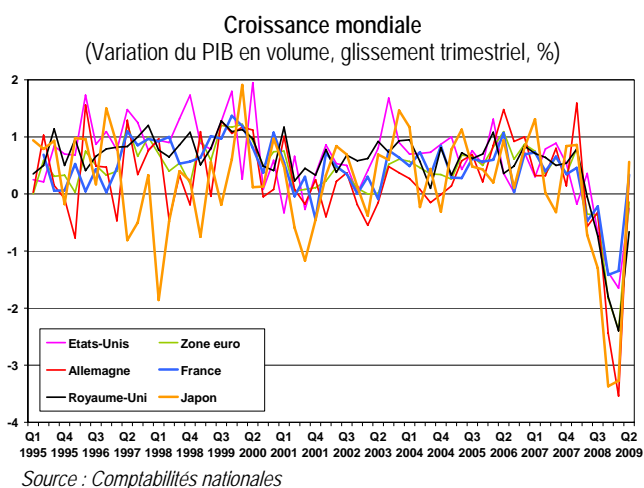
Dernière observation : 28/09/2009

Sommaire

- **Conjoncture et marchés financiers** p. 2
- **Risques – Où en est la qualité du crédit sur le marché des produits de financement structuré ?** p. 6
- **Etude – Impact de la crise financière sur l'industrie de la gestion alternative en France** p. 7

Achévé de rédiger le 29 septembre 2009

Indicateurs macro-économiques



France - Principaux indicateurs conjoncturels (%)*

	07	08	08T4	09T1	09T2
Produit intérieur brut	2,3	0,3	-1,4	-1,3	0,3
Conso. des ménages	2,4	0,9	0,1	0,2	0,3
Investissement	6,5	0,4	-2,5	-2,6	-1,0
- dont entreprises	8,6	2,4	-2,9	-3,6	-0,9
Exportations	2,5	-0,6	-5,9	-7,1	1,0
	07	08	08T4	09T1	09T2
Prix à la consommation (sur un an)*	1,5	2,8	1,8	0,7	-0,2
Taux de chômage (BIT, CVS)	8,0	7,4	7,8	8,5	9,1

Source : Insee - Comptes Nationaux, Base 2000. * Variations trimestrielles à l'exception du taux de chômage et des données annuelles

Un rebond prononcé de la croissance économique

Après avoir enregistré des baisses successives d'ampleur historique, le Produit intérieur brut (PIB) des principaux pays industrialisés s'est globalement stabilisé au second trimestre 2009. De fait, si les taux de croissance trimestriels observés sur cette période sont encore ressortis comme négatifs au Royaume Uni (-0,66%), ainsi que dans une moindre mesure aux Etats-Unis (-0,25%) et dans l'ensemble de la zone euro (-0,14%), tel n'a pas été le cas en France, en Allemagne (respectivement +0,32% et +0,34%), et plus encore au Japon (+0,54%). Ce rebond de la croissance, qui a dépassé les attentes des conjoncturistes, résulte pour l'essentiel des évolutions favorables des composantes les plus volatiles du PIB, à savoir les variations de stocks et la contribution du commerce extérieur à la croissance. Plus généralement, cette dynamique ressort comme un effet de court terme des politiques d'assouplissement des conditions de financement –les taux directeurs du marché monétaire se situant encore à des niveaux historiquement bas– et des plans de relance budgétaires. Compte tenu des incertitudes qui subsistent sur la persistance des effets de ces politiques, on peut dès lors s'interroger sur la pérennité des évolutions observées.

Certains facteurs sont cependant de nature à modérer le rythme de la reprise à moyen terme

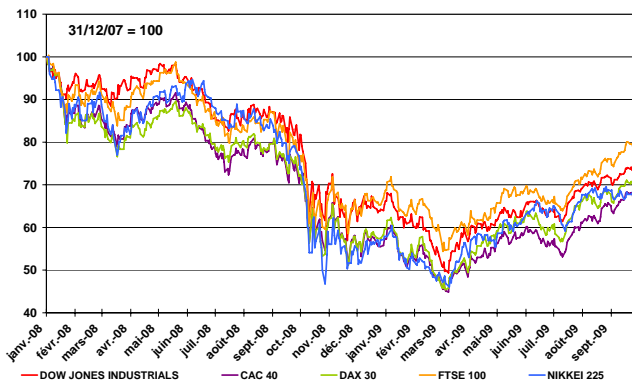
De fait, les impacts de la crise sur l'emploi et les anticipations des agents ne semblent pas avoir eu, à ce stade, tous les effets attendus sur la demande intérieure et en particulier sur la consommation des ménages. Ceux-ci ont été de toute évidence plus sensibles dans les pays où les ménages étaient particulièrement endettés, où les ajustements des marchés immobiliers ont été les plus violents et où le marché de l'emploi était le plus directement affecté, comme au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Mais les destructions d'emploi (un total de 6,9 millions aux Etats-Unis depuis début 2008) et la hausse du chômage qui en a résulté ont constitué un phénomène plus général. De fortes hausses du taux de chômage ont ainsi été également observées en Europe continentale, en particulier en France. Enfin, l'arrivée à leur terme des politiques budgétaires expansionnistes et les freins encore présents dans le domaine de la distribution de crédit devraient également contribuer à limiter le soutien de la demande des ménages.

Des incertitudes sur les soutiens de la croissance : demande intérieure et commerce international

Dans ce contexte, les enquêtes de conjoncture auprès des ménages sont empreintes d'incertitudes, voire de contradictions. En zone euro, par exemple, elles indiquent d'une part une amélioration continue de la confiance des consommateurs et des perspectives d'emploi et, de l'autre, une hausse des intentions d'épargne (de précaution), qui reflète traditionnellement la crainte de risques liés au chômage. Indécises, les perspectives d'achat se stabilisent à bas niveau. En ce qui concerne les possibilités de reprise de la demande extérieure, une normalisation semble en cours, mais elle dépend largement de la demande potentielle en provenance des pays émergents. Une telle reprise se confirmerait en particulier si la relance de la demande intérieure en Chine (investissements en infrastructure, essor du crédit bancaire) se traduisait par un accroissement significatif de la demande en biens et services en provenance des pays développés.

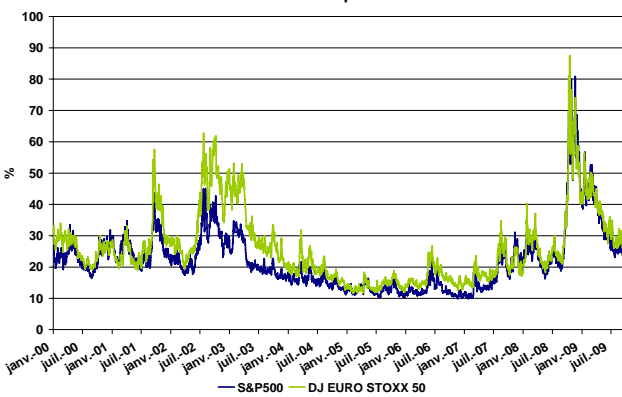
Marchés actions

Evolution des indices boursiers



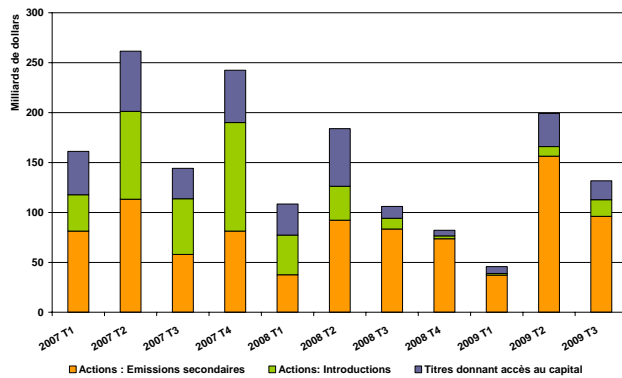
Source : Thomson Financial. Dernière observation : 28/09/2009.

Volatilité implicite



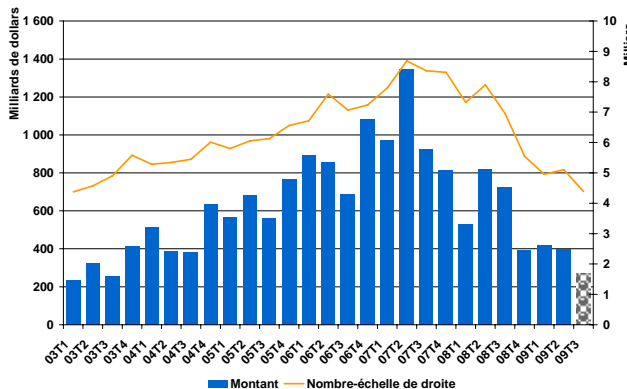
Source : Thomson Financial. Dernière observation : 25/09/2009.

Emissions d'actions au niveau mondial
(en milliards de dollars, au 28/09/2009)



Source : Bloomberg

Evolution des fusions et acquisitions en niveau mondial (données à mi septembre 2009, en milliards de dollars)



Source : Thomson Financial.

Les valorisations et la volatilité boursières à leur niveau de l'été 2008, avant la faillite de Lehman Brothers

Amorcé au printemps 2009, le rebond des indices boursiers s'est poursuivi durant la période estivale sur les principales places financières. Entre début juillet et fin septembre, la plupart d'entre eux ont affiché des hausses comprises entre 14 % (pour le S&P500 et le Dow Jones) et 20 % (pour le CAC40, l'indice Footsie ou le MIB30), revenant ainsi à leur niveau d'avant la faillite de la banque *Lehman Brothers*, qui avait précipité, un an auparavant, l'aggravation de la crise financière mondiale. Au total, depuis le point bas du cycle atteint à la mi-mars 2009, les hausses varient entre 40 et 50 %. Cette embellie sur les marchés d'actions reflète en grande partie une révision à la hausse des perspectives de croissance de l'économie mondiale, qui s'est traduite par un retour des investisseurs vers des catégories d'actifs risqués. En conséquence, si le rebond récent concerne l'ensemble des secteurs d'activité, il est particulièrement marqué pour les valeurs cycliques, notamment les valeurs financières et, dans une moindre mesure, les valeurs appartenant aux secteurs des industries de base, de biens et services de consommation cycliques, ou encore, des technologies de l'information.

Le retour de la confiance, qui demeure néanmoins fragile compte tenu des incertitudes persistantes pesant sur l'évolution de l'économie mondiale, est illustrée par la très forte diminution de la volatilité boursière depuis le début de l'année, retombant au niveau observé fin août 2008.

L'activité sur les marchés demeure en revanche globalement atone

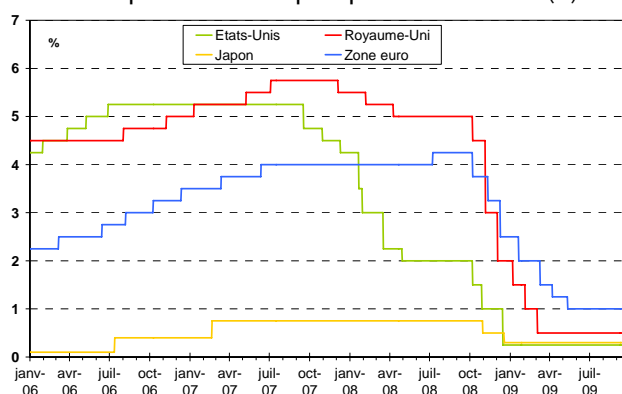
Malgré la nette amélioration de l'environnement financier, l'activité sur le marché des fusions et acquisitions ne semble pas pour autant montrer de réels signes de reprise : sur les trois premiers trimestres de 2009, le montant des fusions et acquisitions annoncées au niveau mondial s'est inscrit en recul de près de 30% par rapport à la même période de l'année précédente, tandis que leur nombre restait orienté à la baisse.

L'activité sur les marchés primaires s'est pour sa part légèrement infléchie au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. En particulier, aucun signe tangible de reprise n'est perceptible sur le marché des introductions – seules cinq opérations ont été enregistrées sur Euronext, dont trois sur Alternext–. *A contrario*, les émissions d'actions de sociétés cotées sont restées dynamiques au troisième trimestre, bien qu'en retrait par rapport au trimestre précédent, qui avait été marqué par des opérations de recapitalisation de grande ampleur dans le secteur financier. Il convient par ailleurs de souligner que les émissions de titres donnant accès au capital, tels que les obligations convertibles, délaissées par les émetteurs et les investisseurs depuis 2004, ne seront pas réellement parvenues à tirer profit de la forte volatilité des marchés d'actions observée en 2008, pourtant de nature à susciter l'intérêt pour ce type d'actifs.

Enfin, l'activité de négociation a également connu un nouvel infléchissement en juillet-août. Aux Etats-Unis, les montants échangés sur les huit premiers mois de l'année se sont inscrits en baisse de 36 % sur un an pour le NYSE et de 40 % pour le Nasdaq. Concurrencées par les plateformes de négociation, les entreprises de marché européennes enregistrent quant à elles des replis sensiblement plus marqués, de l'ordre de 50 % à Londres, Francfort, ou encore sur les marchés d'actions d'Euronext.

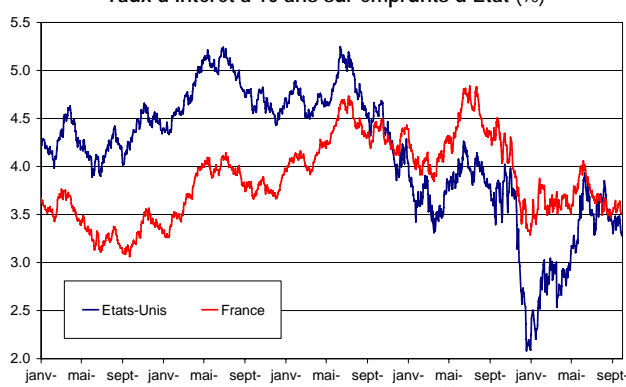
Marchés du crédit

Politiques monétaires : principaux taux directeurs (%)



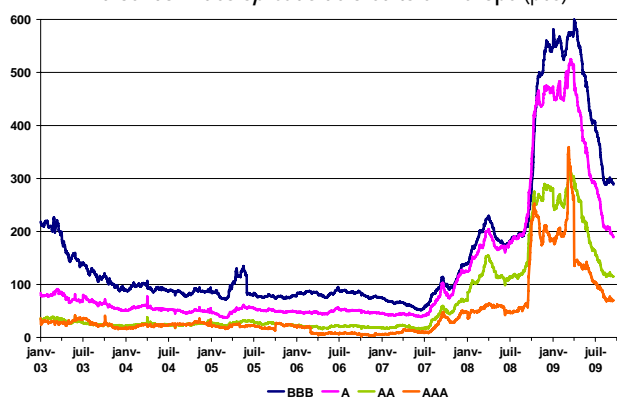
Source : Datastream

Taux d'intérêt à 10 ans sur emprunts d'Etat (%)



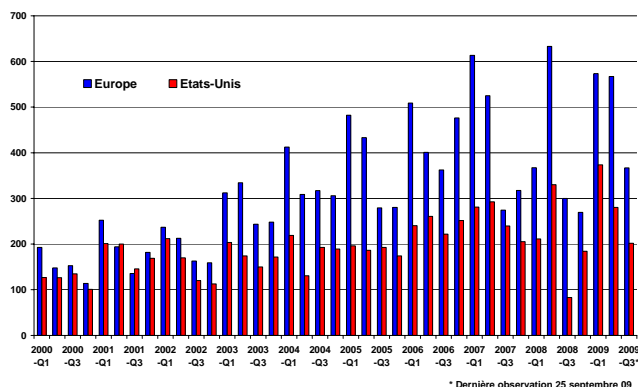
Source : Datastream

Indice Iboxx des spreads de crédits en Europe (pbs)



Source : Datastream, calculs AMF

Emissions d'obligations *corporate* aux Etats-Unis et en Europe (milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Les principales banques centrales laissent inchangés leur taux directeur

Les banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique ont laissé inchangés leurs principaux taux d'intervention au cours de l'été 2009. Ce statu quo, marqué par des taux d'intérêt très bas (0,25% aux Etats-Unis pour le taux des Fed funds, 1% dans la zone euro pour le taux principal de refinancement de la Banque centrale européenne), reflète le caractère encore très incertain de l'évolution de la conjoncture économique et financière à court et moyen terme. D'un côté, certains indicateurs laissent penser que le creux conjoncturel a été dépassé et que l'économie pourrait renouer dans un proche avenir avec une croissance positive. De l'autre, des pans importants de l'économie demeurent encore très dégradés, comme les marchés de l'emploi et de l'immobilier aux Etats-Unis et en Europe, et la distribution de crédit, toujours atone, suggère que les risques déflationnistes sont peut-être encore présents.

Après l'épisode de remontée brutale des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis au cours du deuxième trimestre, provoquée pour partie par un repositionnement des investisseurs sur les actifs risqués (actions, crédit *corporate*), les marchés d'emprunts d'Etat outre-Atlantique se sont sensiblement détendus. Les taux à 10 ans, après avoir atteint un point haut à la mi-juin 2009 à 3,93%, ont reflué pour terminer l'été au voisinage de 3,4%. Un mouvement de décreue similaire a été observé dans la zone euro, le taux à dix ans sur emprunts d'Etat français perdant environ 40 pb au cours de la même période. Cette détente des taux obligataires s'est réalisée alors même que les émissions des administrations publiques demeurent toujours très soutenues, du fait du rôle moteur des Etats pour soutenir l'activité économique et renforcer la solidité financière des établissements bancaires. Dans la zone euro, après avoir atteint 324,5 milliards d'euros au deuxième trimestre (et 312 milliards au trimestre précédent), les émissions de titres de dette de long terme par les administrations publiques se sont élevées à près de 91 milliards pour le seul mois de juillet.

Les *spreads corporate* poursuivent leur détente

Les conditions sur le marché de la dette *corporate* ont poursuivi pour leur part leur amélioration, comme en atteste la baisse sensible et généralisée des *spreads* sur l'ensemble des signatures. Ce mouvement ramène les primes de risque à des niveaux proches de ceux observés avant la faillite de Lehman Brothers. On soulignera toutefois que cet assouplissement des conditions de financement s'opère alors même que les taux de défaut sur les dettes *corporate* ne cessent de croître, les excès d'endettement passés rendant les entreprises particulièrement vulnérables au recul de l'activité économique et à ses conséquences négatives sur les *cash flows* et les capacités de remboursement.

Le mouvement de baisse des primes de risque est allé de pair avec une réduction assez sensible des émissions d'obligations opérées par les entreprises au cours de l'été de part et d'autre de l'Atlantique. Après un premier semestre marqué par des appels au marché très élevés, le montant des émissions obligataires a ainsi atteint 367 milliards de dollars en Europe et 201 milliards aux Etats-Unis, contre respectivement 567 et 280 milliards de dollars au trimestre précédent. On notera toutefois, dans ce ralentissement général, la progression assez marquée des émissions *high yield* en Europe (10 milliards de dollars contre 4,2 au deuxième trimestre) et leur relative stabilisation à un niveau élevé aux Etats-Unis (à 40 milliards de dollars).

Epargne et gestion collective en France

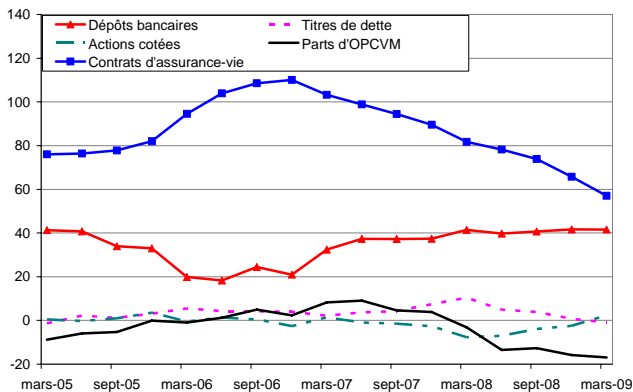
Flux de placements financiers des ménages
(cumulés sur quatre trimestres glissants, en milliards d'euros) :

• Depuis 1 an

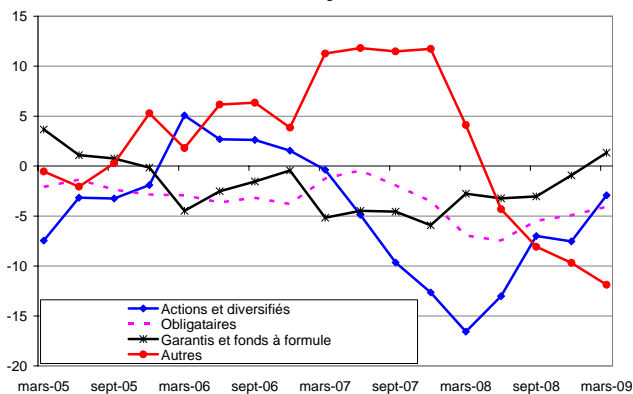
	2008-03	2008-06	2008-09	2008-12	2009-03
Dépôts	41,4	39,8	40,7	41,6	41,6
Titres de dette	10,4	4,9	3,9	0,7	-0,8
Actions cotées	-7,7	-7,0	-3,9	-2,5	2,3
OPCVM :	-3,2	-13,5	-12,7	-15,9	-16,9
Monétaires	19,0	14,5	10,9	7,2	0,6
Obligataires	-7,0	-7,5	-5,5	-4,9	-4,1
Actions et Diversifiés	-16,6	-13,0	-7,0	-7,5	-2,9
Garantis et fonds à formules	-2,8	-3,2	-3,0	-0,9	1,3
Autres	4,1	-4,3	-8,1	-9,7	-11,9
Assurance vie :	81,7	78,2	73,9	65,7	57,1
Total	122,7	102,3	101,9	89,7	83,2

Source : Banque de France

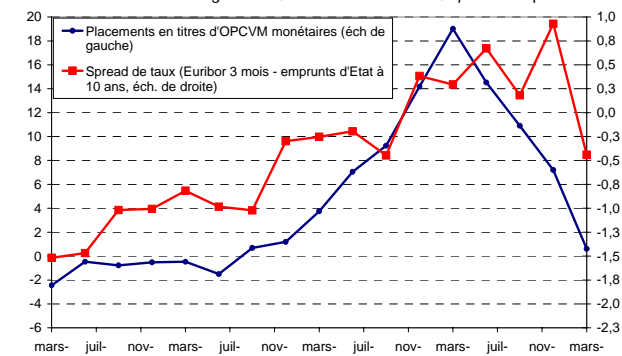
• Depuis 4 ans



Achats nets de parts d'OPCVM de long terme par les ménages
(flux cumulés sur 4 trimestres glissants, en milliards d'euros)



Achats nets de parts d'OPCVM monétaires et *spread* de taux (flux cumulés sur 4 trimestres glissants, en milliards d'euros, *spread* en points de %)



Sources : Banque de France et Datastream

Les flux de placements des ménages en France à destination des dépôts bancaires conservent un niveau élevé

Au premier trimestre 2009, les flux de placements des ménages en France en direction des dépôts bancaires ont à nouveau été très élevés, atteignant 41,6 milliards d'euros en cumul sur un an, un montant identique à celui constaté au trimestre précédent. Cet attrait durable pour les dépôts bancaires reflète la persistance de la forte aversion au risque des ménages et leur volonté concomitante de maintenir leur épargne de précaution à un niveau élevé, alors même que les conditions de rémunération se sont sensiblement détériorées du fait de la politique monétaire extrêmement accommodante mise en œuvre par la Banque centrale européenne à partir de l'automne 2008. A cet égard, l'examen des flux de placements par type de dépôt confirme que les ménages n'ont pas véritablement tenu compte de la baisse de rendement de la plupart des dépôts bancaires, en particulier en ce qui concerne les comptes sur livret. En effet, alors que le taux de rémunération du livret A est passée de 4% fin 2008 à 2,50% en février 2009, celui-ci a néanmoins capté à lui seul près de 34 milliards d'euros au premier trimestre 2009 (en cumul sur un an), après 18 milliards à fin 2008. A l'inverse cependant, les dépôts à terme de maturité inférieure à deux ans ont enregistré une décollecte d'environ 10 milliards d'euros, pour la première fois depuis mars 2005.

Les OPCVM toujours affectés par une forte décollecte

Le montant des rachats nets de parts d'OPCVM opérés par les ménages s'est légèrement renforcé au premier trimestre 2009, atteignant quasiment 17 milliards d'euros en cumul sur un an, après 16 milliards en fin d'année 2008. L'examen des flux de placement en fonction des différentes catégories d'OPCVM fait cependant apparaître une situation quelque peu différente de celle observée lors des trimestres précédents, dans la mesure où les souscriptions nettes de titres d'OPCVM monétaires ont considérablement diminué par rapport au trimestre précédent, tombant à 0,6 milliard d'euros contre 7,2 milliards au quatrième trimestre 2008. Cette évolution résulte pour l'essentiel de la baisse des taux d'intérêt à court terme. Les autres catégories d'OPCVM ont à nouveau fait l'objet de cessions nettes, à l'exception notable des fonds garantis et à formule, qui ont enregistré une collecte nette légèrement positive (1,3 milliard d'euros en cumul sur un an) pour la première fois depuis septembre 2005. Les rachats nets de parts d'OPCVM actions et diversifiés ont par ailleurs sensiblement diminué, s'établissant à -2,9 milliards d'euros après -7,5 milliards au dernier trimestre 2008.

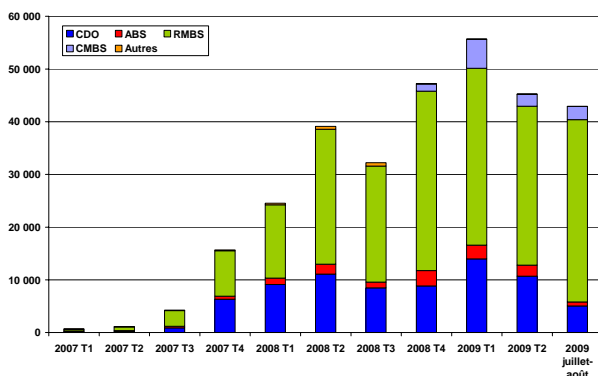
La collecte nette de l'assurance vie poursuit sa chute

Les flux de placement des ménages à destination des contrats d'assurance vie ont encore diminué au premier trimestre 2009, tombant sur une base annuelle à 57 milliards d'euros après 65,7 milliards au trimestre précédent. Il s'agit du dixième trimestre consécutif de baisse et il faut remonter à juin 2003 pour observer un montant de collecte aussi faible. Cette évolution reflète principalement la prévalence d'un environnement financier encore fragile et incertain en début d'année 2009, rendant notamment peu attractifs les contrats libellés en unités de compte. Cette tendance pourrait toutefois s'inverser quelque peu dans le courant de l'année 2009, à la faveur de la légère amélioration observée sur les marchés boursiers depuis le printemps.

Risques – Où en est la qualité du crédit sur le marché des produits de financement structuré ?

La vague de dégradations massives de notes de produits de financement structuré par les agences de notation observée en 2008 s'est poursuivie et amplifiée depuis le début de l'année 2009 au niveau mondial (graphique 1). Sur les huit premiers mois de l'année, les trois principales agences de notation dans le monde (Moody's, Standard & Poor's et Fitch) ont ainsi procédé à environ 143 000 dégradations de tranches de produits de financement structuré, soit un niveau comparable à celui enregistré en 2008 en année pleine et une hausse de 69 % par rapport à la même période de l'année précédente.

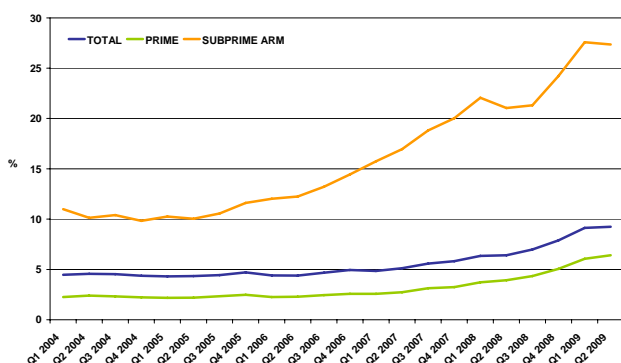
Graphique 1 : Dégradations de notes au niveau mondial



Source : Bloomberg. Statistiques agrégées pour les agences de notation Moody's, Standard & Poor's et Fitch

Du fait de la poursuite de la dégradation du marché de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis et de l'augmentation continue des défauts sur les prêts hypothécaires (graphique 2), les RMBS apparaissent comme la catégorie la plus touchée par les changements de notes. S'agissant du marché américain, l'agence Standard & Poor's estimait à fin juillet 2009 que plus des trois quarts des tranches de RMBS émises entre 2005 et 2007 avaient connu au moins une ou plusieurs dégradations, celles-ci portant sur 1 300 milliards de dollars (soit un peu moins de la moitié des montants émis sur cette période)¹.

Graphique 2 : Retards de paiement sur les crédits immobiliers aux Etats-Unis (%)

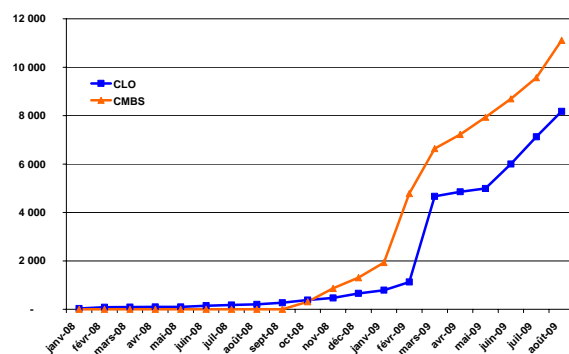


Source : Thomson Financial

Cette évolution s'est accompagnée de la poursuite des dégradations sur les CDO (*Collateralized debt obligation*), au sein desquels avaient été inclus des tranches de RMBS dans le cadre d'opérations de titrisation secondaires. Mais les dégradations de CDO traduisent également la dégradation du

marché des CLO (*Collateralized loan obligation*), véhicules privilégiés ces dernières années par les banques pour transférer au marché les créances engendrées notamment par les opérations de LBO. Ces véhicules ont connu une vague de dégradations massives au tournant de l'année et au cours des premiers mois de 2009 (graphique 3), du fait de la détérioration de la qualité de crédit des entreprises fortement endettées –Moody's estimait ainsi le taux de défaut sur ce marché aux Etats-Unis à 9,4 % en août 2009, contre 2,9 % un an auparavant.

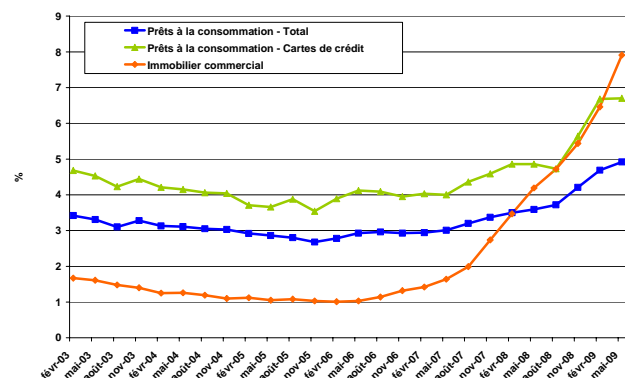
Graphique 3 : Cumul des dégradations de notes de tranches de CLO depuis début 2008



Source : Bloomberg. Statistiques agrégées pour les agences de notation Moody's, Standard & Poor's et Fitch

De même, alors qu'ils avaient jusqu'à lors bien résisté à la dégradation du marché sous-jacent, observé notamment aux Etats-Unis (graphique 4), les tranches de CMBS enregistrent depuis le début de l'année 2009 une forte augmentation du nombre de dégradations.

Graphique 4 : Retards de paiement sur les crédits à la consommation et l'immobilier commercial aux Etats-Unis (%)



Source : Thomson Financial

Au total, la dégradation très forte de la conjoncture macroéconomique et financière a entraîné une détérioration de la qualité du crédit sur le marché des prêts immobiliers, au-delà du segment *subprime*, et sur le marché des prêts d'entreprise. Ce processus, dont l'intensité était encore très forte à l'été 2009, s'est répercuté sur les véhicules de titrisation de type RMBS, CMBS et CDO, dont les notations ont été abaissées. L'augmentation continue des défauts de paiement sur les prêts la consommation, en lien avec la montée du chômage et l'érosion du pouvoir d'achat des ménages, suggère que la vague massive de dégradations pourrait s'étendre aux véhicules ABS, jusque-là relativement épargnés.

¹ Standard & Poor's, Structured Finance rating Transition and Default Update as of July 24, 2009.

Etude – Impact de la crise financière sur l'industrie de la gestion alternative en France

Résumé

Les fonds français de gestion alternative n'ont pas été épargnés par la crise financière. Dès le printemps 2008, les encours sous gestion ont commencé à décroître, tandis que la forte dégradation de l'environnement financier international observée à partir de l'automne 2008 a largement accentué cette tendance. Ainsi, entre avril 2009 et avril 2008, les actifs gérés ont diminué de plus de 50 %.

Globalement, l'industrie dans son ensemble a principalement souffert de rachats massifs de la part des investisseurs, la baisse du prix des actifs (effet valorisation) ayant joué un rôle comparativement moins marqué dans le recul des encours gérés. Les fonds de fonds ont été plus particulièrement affectés par ce mouvement de décollecte, celle-ci ayant atteint près de 4 milliards d'euros au dernier trimestre 2008. Concomitamment, une baisse du nombre global de fonds a également été observée, notamment s'agissant des OPCVM contractuels, avec pour corollaire une concentration accrue du secteur.

La performance globale de l'industrie des fonds de gestion alternative a par ailleurs sensiblement diminué. Calculée sur un an, la variation de la valeur liquidative est même devenue négative à partir de juin 2008, les points bas les plus significatifs étant principalement le fait des fonds de fonds. Forte de ses très bonnes performances passées, l'industrie a toutefois réussi à limiter les pertes lorsque celles-ci sont calculées à plus long terme, le dynamisme des valeurs liquidatives observé avant la crise compensant leur recul ultérieur.

Enfin, tandis que les fonds de gestion alternative semblent afficher des performances relativement plus stables que celles des actions cotées, on observe une corrélation significative entre ces deux types de rendement, en particulier au cours de la période récente, faisant écho au constat de re-corrélation de ces actifs lié au mouvement global de deleveraging observé lors de la crise.

* *
*

Introduction

L'industrie mondiale de la gestion alternative a connu une croissance considérable depuis le début des années 2000. Fin 2007, donc avant le début de la crise financière, environ 10 000 fonds dans le monde géraient quelque 1 900 milliards de dollars d'actifs, soit presque trois fois plus qu'en 2000¹.

Durant la première phase de la crise financière (de l'été 2007 jusqu'au printemps 2008), l'industrie mondiale de la gestion alternative a fait preuve d'une certaine résistance, conservant ainsi des performances positives tout au long de cette période. La situation s'est considérablement détériorée par la suite, occasionnant des demandes importantes de rachats de la part des investisseurs. Les faillites bancaires, à commencer par celle de Bear Stearns en mars 2008 puis celle de Lehman Brothers en septembre 2008, ont considérablement renforcé les difficultés des fonds de gestion alternative, du fait de l'impact qu'elles ont eu sur l'activité globale de *prime brokerage* ainsi que sur les marchés de dette et d'actions. En fin d'année, l'éclatement du scandale Madoff, qui a mis en évidence les possibilités de diffusion des risques de la gestion alternative par le canal de la multigestion, et l'accroissement des corrélations entre performances des différentes stratégies, ont laminé la confiance des investisseurs et provoqué une importante décollecte. Ces retraits massifs de capitaux ont de surcroît exercé des effets procycliques en amplifiant les dépréciations de valeurs et la crise de liquidité subie par certains fonds.

En France, les fonds de gestion alternative n'ont pas échappé à cette brutale détérioration, même si ce mouvement a pu sembler en apparence plus limité du fait de la place encore modeste de la gestion alternative au sein de la gestion collective globale, en dépit d'une croissance soutenue au cours des dernières années. Des dispositions réglementaires ont dû d'ailleurs être prises par le Trésor et l'Autorité des marchés financiers en octobre et décembre 2008 afin de remédier à certains dysfonctionnements dans la capacité des fonds à honorer les demandes de retrait des investisseurs, autorisant la mise en place de *gates*² et de *side pockets*³.

Cette étude a pour objectif d'évaluer l'impact de la crise financière sur l'industrie de la gestion alternative en France. Cet impact est appréhendé à deux niveaux. D'une part, à travers les évolutions respectives des encours gérés par les fonds de gestion alternative, de la population de fonds et des sociétés de gestion⁴. D'autre part, à travers la performance des fonds à court et moyen terme.

¹ Source : HFR.

² Possibilité de plafonner les rachats de parts de fonds d'OPCVM ARIA opérés par les investisseurs.

³ Faculté d'isoler, dans des circonstances exceptionnelles, des actifs dans un fonds distinct, créé par scission.

⁴ Les statistiques présentées ont été calculées à partir de la base de données BIO qui recense l'ensemble des OPCVM de droit français à partir des déclarations fournies par ces deniers à l'AMF.

Encadré : Précisions méthodologiques concernant les types de fonds étudiés

La présente note étudie l'impact de la crise financière sur l'industrie de la gestion alternative en France. L'échantillon de fonds à partir duquel sont calculées les statistiques présentées dans cette étude englobe les catégories juridiques de fonds spécifiquement dédiées à la mise en œuvre de ce type de gestion, à savoir les OPCVM ARIA (simple, à effet de levier et de fonds alternatifs) et les OPCVM contractuels. Même si le choix de ce périmètre, fondé sur le critère d'appartenance à une catégorie juridique, permet d'aboutir à un panorama relativement complet de l'industrie de la gestion alternative en France, une telle approche méthodologique est cependant susceptible d'entraîner un certain nombre de biais, invitant à la prudence quant à l'interprétation des résultats, car :

- ces catégories peuvent comprendre des véhicules qui mettent en œuvre des gestions classiques et qui, de ce fait et en toute rigueur, n'appartiennent pas à l'univers de la gestion alternative ;
- a contrario, tous les fonds mettant en œuvre des gestions alternatives n'optent pas pour une forme juridique de type fonds ARIA ou fonds contractuels, mais utilisent pour exercer leur activité les possibilités ouvertes aux fonds classiques ou « coordonnés », en particulier dans l'utilisation des effets de levier.

Les fonds inclus dans l'échantillon traité obéissent aux définitions suivantes :

- OPCVM ARIA simples : il s'agit d'OPCVM sans dérogation relative à l'effet de levier (inférieur à 2), dérogeant aux règles de dispersion des risques et d'emprise de droit commun, et ne nécessitant pas un programme d'activité spécialisé mais un programme d'activité général adapté aux éventuels risques spécifiques. Cette catégorie est susceptible d'inclure des fonds mettant en œuvre des stratégies de gestion « classiques », à dominante actions par exemple. Ils relèvent néanmoins de la gestion dite « alternative » du fait des dérogations aux règles de dispersion des risques et d'emprise dont ils bénéficient ;
- OPCVM ARIA avec effet de levier : ces OPCVM dérogent à la règle de dispersion des risques s'appliquant aux OPCVM classiques (comme les ARIA simples) et ont en outre la possibilité de mettre en œuvre un effet de levier supérieur à 2 (mais inférieur à 4). Ils nécessitent un programme d'activité spécialisé. Ils relèvent de la gestion alternative du fait des dérogations mentionnées et de l'effet de levier qui leur est accordé ;
- OPCVM ARIA de fonds alternatifs : ces fonds présentent la particularité d'être investis à plus de 10 % en fonds alternatifs, et sont gérés par une société de gestion de portefeuille disposant au préalable d'un programme d'activité spécialisé et ce, dès le premier euro investi dans un fonds d'investissement alternatif non autorisé à la commercialisation en France. Ce programme présente notamment les modalités de leur gestion (sélection et suivi des fonds alternatifs) et les outils de maîtrise de leurs risques. Ces fonds constituent, en quelque sorte, le « noyau dur » de la gestion alternative ;
- OPCVM contractuels : ces fonds ont été créés par la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003. Leurs règles d'investissement et de gestion sont définies librement dans leur prospectus. Ils peuvent donc être investis dans des instruments financiers cotés ou non, français ou étrangers, et mettre en œuvre des stratégies présentant un profil de risque agressif. Ils ne font pas l'objet d'un agrément de l'AMF. Là encore ce type de fonds relève de la gestion alternative considérée de façon très large, dans la mesure où un certain nombre de ces OPCVM mettent en place des stratégies de gestion classique.

1. La gestion alternative en France : quelques éléments de contexte

Les évolutions du cadre réglementaire

Les fonds de gestion alternative sont apparus en France au début des années 1990 et ont longtemps occupé une place marginale au sein de la gestion collective. Ces fonds étaient destinés à une diffusion très restreinte et représentaient de faibles encours, à l'image des fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT). Les sociétés de gestion ont par la suite progressivement développé une expertise dans la sélection de *hedge funds* de droit étranger, au travers des fonds de fonds. Afin d'organiser et de réglementer cette pratique de la sélection de fonds d'investissement, la Commission des opérations de bourse a été amenée, en avril 2003, à préciser les règles s'appliquant aux fonds de fonds alternatifs (règles d'investissement, classification et programme de commercialisation) ainsi qu'aux sociétés de gestion opérant cette sélection (au travers de l'approbation préalable d'un programme d'activité spécialisé). Cette pratique nécessitait, en effet, la formalisation de procédures de contrôle et d'information en adéquation avec l'activité envisagée et supposait, outre des moyens humains et techniques adaptés, des diligences particulières sur les fonds sous-jacents.

L'offre n'était pourtant pas complète sans la possibilité de mettre en œuvre l'ensemble de la gamme des stratégies alternatives directes *via* des véhicules d'investissement de droit français (ou « *on shore* »), offrant plus de souplesse en matière d'investissement et d'effet de levier que des OPCVM classiques. La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a ainsi créé deux nouveaux véhicules d'investissement, les OPCVM agréés à règles d'investissement allégées (ARIA) et les OPCVM contractuels. Depuis lors, les produits d'épargne permettant de mettre en œuvre une stratégie de gestion alternative sont les suivants :

- les OPCVM ARIA simples, c'est-à-dire sans effet de levier (dérogation portant essentiellement sur les ratios de dispersion des risques et d'emprise) ;
- les OPCVM ARIA à effet de levier, pour lesquels il y a dérogation sur les ratios de dispersion des risques et d'emprise, mise en œuvre d'un effet de levier de 4 au maximum et contrainte réduite en termes de risque de contrepartie ;
- les OPCVM ARIA de fonds alternatifs, investis dans d'autres fonds alternatifs ;
- les OPCVM contractuels, qui permettent de proposer une réponse d'investissement « sur-mesure » aux investisseurs expérimentés, grâce à un régime dérogatoire extrêmement souple (que ce soit pour mettre en œuvre une gestion alternative ou tout autre type de gestion ou d'investissement)¹ ;
- les fonds communs d'intervention sur les marchés à terme (FCIMT), qui sont les premiers fonds ayant permis la mise en œuvre de la gestion alternative, notamment grâce au recours à un effet de levier illimité et à l'investissement en instruments financiers à terme.

¹ L'inclusion des OPCVM contractuels dans l'univers des fonds de gestion alternative est abusive, dans la mesure où un certain nombre de ces OPCVM mettent en place des stratégies de gestion classique.

Etant donné les risques inhérents à ce type de véhicules d'investissement et à leurs stratégies de placement, la commercialisation de ces fonds a été assortie de contraintes fortes, ces dernières prenant notamment la forme, pour les investisseurs non « qualifiés », de seuils minimum d'entrée pouvant être selon les cas très élevés².

Un contexte international marqué par l'essor des stratégies de gestion alternative

Ces évolutions du cadre réglementaire français s'inscrivent dans une phase de développement très rapide de la gestion alternative au plan mondial. Cette croissance de l'industrie des *hedge funds* s'apprécie aussi bien à travers le nombre de fonds qu'en se référant aux actifs sous gestion. D'après les statistiques de HFR, les encours gérés par les *hedge funds* au plan mondial sont ainsi passés d'environ 500 milliards de dollars en 2000 à 1 900 milliards fin 2007, année qui correspond au point le plus haut enregistré avant l'éclatement de la crise financière. Cet essor des *hedge funds* résulte d'un certain nombre de facteurs. Du côté de la demande, un élément important a résulté de la volonté de certains investisseurs institutionnels de réallouer une partie de leur portefeuille au profit d'actifs dont les performances présentent une moindre dépendance aux tendances globales des grands marchés d'actifs, d'actions en particulier. Cette volonté a été stimulée en partie par le krach boursier de 2001-2003 et la décrue très forte des taux d'intérêt qui l'a accompagné, qui a mis à mal l'équilibre financier de nombreux acteurs et tout particulièrement des fonds de pension à prestations définies. Les évolutions enregistrées dans le domaine comptable et prudentiel, avec notamment l'adoption généralisée des principes de *fair value* et de *mark-to-market*, qui pénalisent les actifs dont les prix sont sujets à de fortes variations, ont par ailleurs accentué cet appétit nouveau pour la « décorrélation » et les actifs de type « *absolute returns* ». Une étude datée de juin 2007 de la BRI montre ainsi le poids croissant dans les bilans des investisseurs institutionnels des placements en parts de *hedge funds* et plus largement en actifs qualifiés d'« alternatifs », comme l'immobilier et le *private equity*. Du côté de l'offre, on a assisté au développement d'une gamme de véhicules de plus en plus large chez les leaders européens et américains de la gestion d'actifs, via le cas échéant la création de filiales spécialisées, ces structures « *on shore* » gérant alors des fonds le plus souvent domiciliés « *off shore* ».

2. La crise financière met un terme à une période de forte croissance et précipite une chute des encours

A l'image de la dynamique du marché mondial des *hedge funds*, l'actif des fonds de gestion alternative de droit français a progressé en moyenne au rythme très rapide de 48,6 % par an entre décembre 2003 et décembre 2007, le point le plus haut (39,7 milliards d'euros) étant observé en juillet 2007.

² Pour plus de détails sur les différents seuils d'entrée et, plus généralement, sur la gestion alternative française, se reporter au guide pédagogique établi par l'AMF disponible à l'adresse suivante : http://www.amf-france.org/documents/general/7535_1.pdf

Tableau 1 : actifs gérés par les *hedge funds* en France et dans le monde
(Encours sous gestion en milliards de dollars et variation annuelle en %)

	France		Monde	
	Encours (*)	Variation annuelle	Encours	Variation annuelle
Décembre 2000	2,9	+17,8	490,6	+7,5
Décembre 2001	4,3	+49,8	539,1	+9,9
Décembre 2002	5,1	+19,5	625,6	+16,0
Décembre 2003	9,2	+81,0	820,0	+31,1
Décembre 2004	15,8	+70,6	972,6	+18,6
Décembre 2005	21,2	+34,1	1 105,4	+13,7
Décembre 2006	35,8	+69,1	1 464,5	+32,5
Décembre 2007	52,3	+46,3	1 868,4	+27,6
Décembre 2008	29,5	- 43,5	1 200,0(**)	- 35,8
Avril 2009	23,0	- 22,0	1 000,0(**)	- 16,7

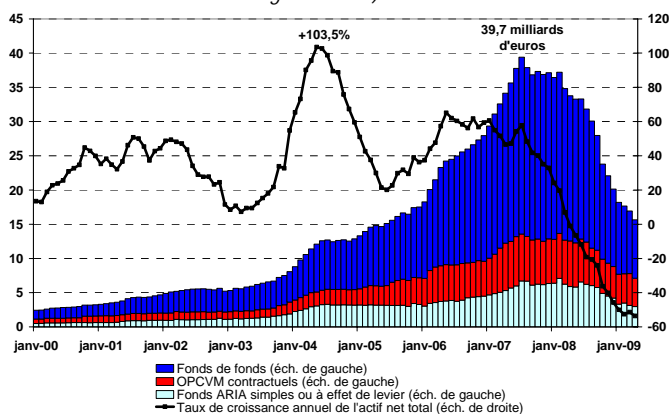
Sources : AMF et HFR.

(*) Libellés initialement en euros, les actifs gérés par les fonds alternatifs français ont été convertis en dollars US en utilisant le taux de change observé à la fin de chaque année.

(**) Estimations à partir d'articles de presse.

Le retournement de tendance dû à la crise financière a été amorcé dès avril 2008 et s'est véritablement confirmé puis amplifié à partir d'octobre 2008, soit un mois après l'annonce de la faillite de Lehman Brothers. Au cours de ce dernier mois, l'actif net total des fonds de gestion alternative a diminué de près de 15 % par rapport au mois de septembre³, soit un montant équivalent à 4,2 milliards d'euros. Cette contraction n'a cessé de s'amplifier par la suite, les encours sous gestion enregistrant au mois d'avril 2009 (dernière date disponible pour la réalisation de cette étude) un recul annualisé de 53,6 %, soit une diminution de 18 milliards d'euros par rapport au mois d'avril 2008.

Graphique 1 : Actif net des fonds de gestion alternative en France
(Actif net mensuel en milliards d'euros, et taux de croissance annuel global en %)



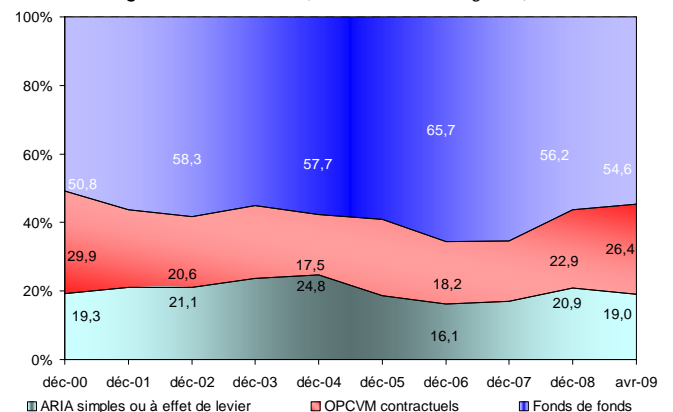
Source et calculs : AMF

* Pour mémoire, l'encours total des actifs gérés par les OPCVM français à vocation générale s'élevait en décembre 2008 à 1 143 milliards d'euros (source : AMF)

³ En valeur absolue, il s'agit de la variation mensuelle la plus forte observée entre 1999 et 2009.

La répartition des encours par type de véhicule permet d'identifier les fonds qui ont le plus souffert de la crise financière et de mettre en évidence comment a évolué au cours de la période récente la structure de la gestion alternative française. Clairement, la crise financière a pénalisé en premier lieu les fonds de fonds alternatifs. Leur poids, largement majoritaire et croissant jusqu'en novembre 2007, a enregistré depuis cette date un recul très marqué, au point qu'à la fin du mois d'avril 2009, les OPCVM ARIA de fonds alternatifs ne concentraient plus que 54,6% des encours sous gestion, contre 66,1% en novembre 2007. Corrélativement, le poids des autres types de fonds a eu tendance à croître. C'est surtout le cas des OPCVM contractuels, dont la part a augmenté de 9 points entre décembre 2007 et avril 2009. A cette date, la structure de l'industrie de la gestion alternative appréhendée à partir des encours gérés se rapprochait sensiblement de celle en vigueur au début des années 2000.

Graphique 2 : Poids respectif des différentes catégories de fonds de gestion alternative (en % de l'actif net global)



Source et calculs : AMF

Une décollecte massive, particulièrement pour les fonds de fonds

La variation de l'actif net géré par les fonds de gestion alternative résulte de deux effets : un effet collecte et un effet prix⁴. Le premier effet traduit l'évolution des souscriptions nettes au cours d'une période donnée, tandis que le second mesure l'impact de la variation du prix des actifs financiers détenus par les fonds. Les résultats obtenus sur la population des fonds de gestion alternative de droit français révèlent qu'au cours de la période récente, l'effet collecte a été sensiblement plus marqué que l'effet prix, suggérant ainsi que les *hedge funds* français ont d'abord et surtout souffert des rachats massifs de parts opérés par les investisseurs, tandis que l'impact de la baisse du prix des actifs sur l'évolution des encours a été plus limitée. Globalement, depuis le début de la crise financière à l'été 2007, le recul des encours de 21,2 milliards d'euros est ainsi attribuable à hauteur respectivement de 17,7 milliards aux rachats effectués par les porteurs de parts et de 3,5 milliards à la mauvaise tenue des performances.

⁴ Il existe également un troisième effet, l'effet « coupon », significatif uniquement lorsque des coupons sont détachés et distribués sous forme de dividendes. C'est le cas des OPCVM dits de « distribution ». A l'inverse les fonds de gestion alternative sont des OPCVM de « capitalisation », c'est-à-dire que les porteurs ne reçoivent pas de dividendes (de coupons) entre le moment où ils souscrivent des parts et celui où ils les cèdent.

L'examen des séries de décollecte montre par ailleurs que, conformément aux analyses menées au niveau du marché mondial, l'essentiel des désinvestissements est concentré dans la seconde partie de l'année 2008. La faillite de Lehman Brothers et, plus encore, l'affaire Madoff, ont constitué des éléments décisifs. Le montant des décollectes atteint ainsi un maximum en décembre 2008, soit peu après l'annonce du scandale Madoff. Les sorties nettes enregistrées au dernier trimestre 2008 s'élèvent à 1 milliard d'euros pour les OPCVM ARIA simples ou à effet de levier, tandis que l'effet prix était estimé à -0,4 milliard pour cette même date (graphique 3). Pour les fonds de fonds et à cette même période, les sorties estimées, très élevées, s'élèvent à 4 milliards d'euros, tandis que l'effet prix est estimé à « seulement » 1,4 milliard d'euros (graphique 4).

Ces retraits massifs, facilités par l'absence de dispositifs de type *lock-up* ou *gates*, du moins jusqu'en octobre 2008, largement répandus dans l'industrie « off shore » des *hedge funds*, ont obéi à un certain nombre de déterminants⁵ :

- la détérioration de la performance de nombreux fonds (cf. infra), qui a suscité des déceptions face à la demande de rendement « absolu » des investisseurs ;
- dans le cas des fonds de fonds, les craintes des investisseurs quant aux différents risques impliqués par les montages parfois complexes de la multi-gestion alternative ;
- l'existence de processus cumulatifs et auto-réalisateur, certains investisseurs anticipant leurs sorties en raison de la crainte de se retrouver *in fine* « piégés » dans des fonds dont les actifs les plus liquides auraient été préalablement cédés pour honorer les premières demandes de rachat, même si les mesures prises par l'AMF à partir de l'automne 2008 (cf. note de bas de page n°5) ont sans doute atténué le phénomène.

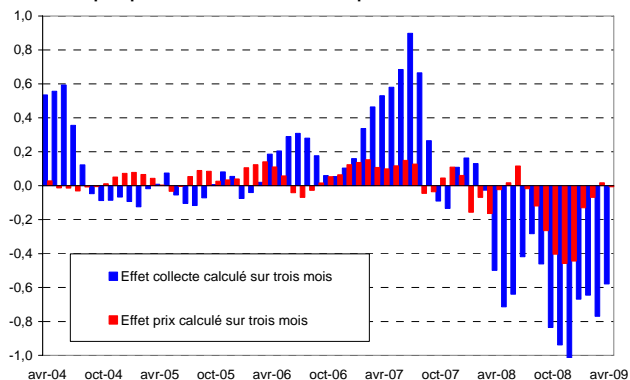
La situation apparaît moins tranchée en ce qui concerne les OPCVM contractuels (graphique 5), l'impact des dépréciations de portefeuille sur la variation des encours gérés étant sensiblement plus important que pour les autres types de fonds et grosso modo de même ampleur que l'effet collecte (soit en moyenne sur la période août 2007 – avril 2009, -0,1 milliard d'euros pour chacun des deux effets). Cette moindre exposition des fonds contractuels aux effets de la crise financière peut découler de la composition plus hétérogène de cette catégorie de fonds, dont tous les éléments ne mettent pas en œuvre des stratégies de gestion alternative. Par ailleurs, ces fonds, souvent créés à la demande spécifique de certains investisseurs institutionnels, peuvent bénéficier d'une relation plus durable avec ces derniers, avec comme implication de moindres désinvestissements en période de difficultés sur

⁵ Les sorties massives sur les fonds de fonds alternatifs ont engendré des problèmes de liquidité très importants, précisément en raison de l'écart existant entre la liquidité des parts émises et celle, beaucoup plus faible, des fonds en portefeuille. Cette situation a conduit l'AMF à autoriser au mois d'octobre 2008 la mise en place de mécanismes de plafonnements des rachats (*gates*) pour les fonds de gestion alternative français. Des *side pockets*, dispositifs visant à cantonner dans une structure créée pour la circonstance les actifs devenus illiquides en raison de conditions de marché exceptionnelles, ont également été autorisées en décembre 2008. Juridiquement, ces *side pockets* ont reçu le statut de fonds contractuels.

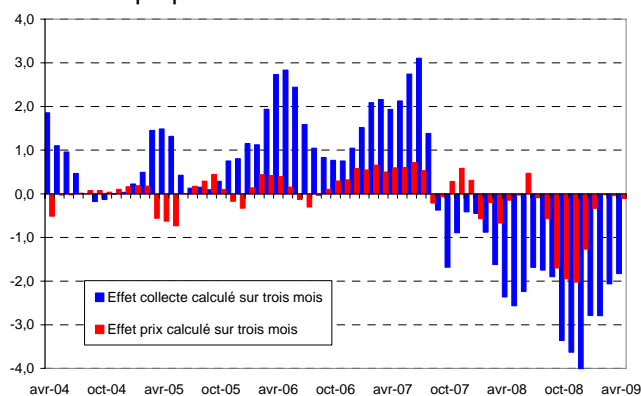
les marchés et, ce faisant, l'absence de phénomène de type « run » sur les parts de fonds. Enfin, les fonds contractuels ont bénéficié depuis leur origine de la possibilité de mettre en place des périodes de *lock-up*, qui ont pu par définition limiter l'intensité des rachats de parts, du moins pour les parts nouvellement souscrites.

Estimation des effets collecte et effets prix
(calculés sur trois mois glissants, en milliards d'euros) :

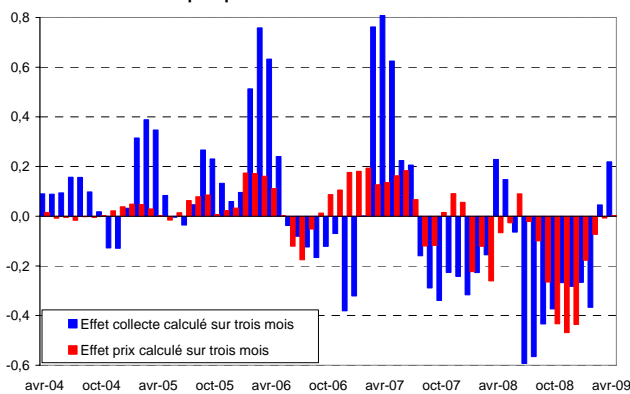
Graphique 3 : OPCVM ARIA simples ou à effet de levier



Graphique 4 : OPCVM ARIA de fonds alternatifs



Graphique 5 : OPCVM contractuels



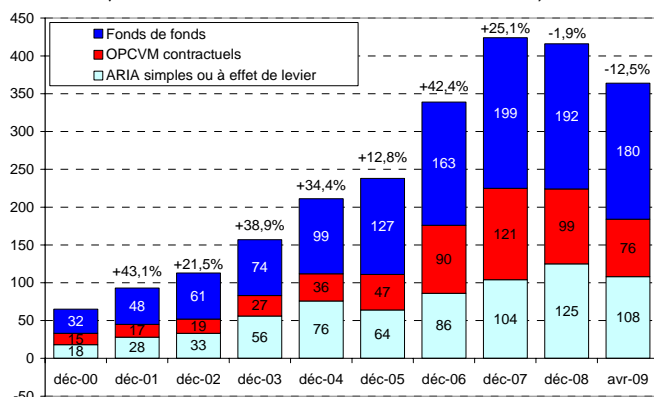
Source et calculs : AMF

Une diminution significative du nombre de fonds et une concentration accrue de l'industrie

À l'image de la très forte progression des encours gérés depuis le début des années 2000, on a assisté en France à une augmentation rapide du nombre de fonds mettant en œuvre une stratégie de gestion alternative (graphique 6). Au cours de la période 2000-2007, il a été multiplié par plus de six, passant de 65 à 424 fonds. Pour l'essentiel, la population de fonds alternatifs est composée des OPCVM ARIA de fonds alternatifs, qui concentrent environ 50 % des effectifs en moyenne sur la période, ainsi que des fonds

ARIA simples ou à effet de levier (30 % environ des effectifs). Cette dynamique de croissance a été stoppée par la crise financière et ses conséquences très négatives sur la collecte et la performance des stratégies de gestion alternative. Le mouvement de fermeture de fonds, visible mais modeste dès la seconde partie de l'année 2008, s'accroît très largement en 2009, conduisant la population totale de fonds à reculer de 12,5 % entre les mois de décembre 2008 et d'avril 2009.

Graphique 6 : Population des fonds de gestion alternative
(variation annuelle du nombre total de fonds en %)

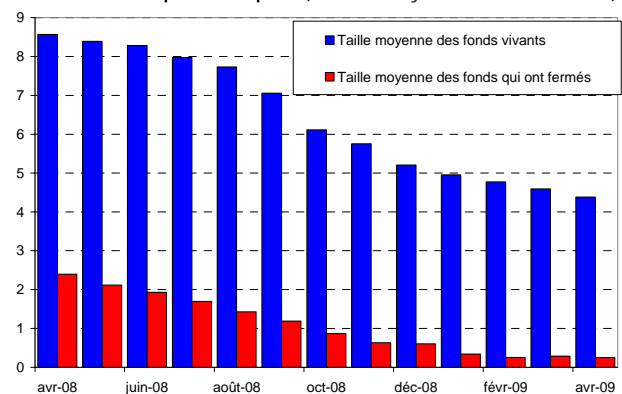


Source et calculs : AMF

Les fermetures de fonds peuvent en théorie être engendrées par une série de facteurs. Au-delà d'une mise en faillite spectaculaire due à un recours excessif à l'effet de levier, elles peuvent résulter plus communément de l'érosion des encours, qui sape la rentabilité de la société de gestion via une diminution des frais de gestion perçus, ou bien alors d'une évolution adverse de la valeur liquidative, qui rend moins probable la captation par le gérant de commissions de surperformance dès lors qu'elles sont calculées sur la base de la «high water mark»⁶. De façon globale, les fermetures de fonds de gestion alternative de droit français ont surtout concerné les fonds de petite taille (graphique 7). Toutefois, de manière un peu surprenante *a priori*, les fermetures appréhendées par grandes catégories de véhicule n'apparaissent pas nécessairement en ligne avec l'intensité de l'érosion des encours. Ainsi les fonds de fonds, dont les encours ont été particulièrement malmenés depuis le début de la crise financière, ne voient leur population reculer que de 9,5% depuis le point haut de décembre 2007. A l'opposé, la population de fonds contractuels, relativement épargnée pour ce qui concerne la baisse des encours gérés, chute de plus de 37% entre décembre 2007 et avril 2009, ce qui correspond à la disparition de 45 fonds, alors même qu'à partir de décembre 2008, de nouveaux fonds ont été créés du fait de la mise en place des *side pockets* (cf. *supra*). Peut-être retrouve-t-on ici une conséquence de la relation particulière entre la société de gestion et les investisseurs dans le cas des fonds contractuels.

⁶ La «high water mark» correspond à la valeur liquidative la plus élevée enregistrée par le fonds au cours de la période passée. Ce type de tarification permet d'éviter une tarification abusive, à savoir le paiement d'une commission de surperformance dans les phases de reprise.

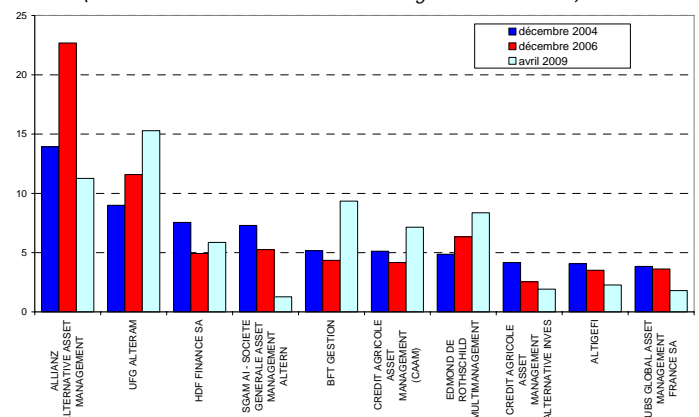
Graphique 7 : Taille moyenne des fonds vivants et des fonds qui ont disparu (actif net moyen en millions d'euros)



Source et calculs : AMF

Les évolutions enregistrées au sein de la population de fonds se retrouvent au niveau des acteurs de la gestion, mettant là aussi un terme à un large mouvement de diffusion de la gestion alternative au sein des différents promoteurs de fonds⁷. L'effectif des sociétés de gestion présent dans le domaine de la gestion alternative a ainsi diminué de manière assez significative sous l'effet de la crise financière : entre décembre 2007 et avril 2009, la baisse se monte à 11,3 %. Cette réduction a favorisé un mouvement parallèle de concentration du secteur, puisqu'en avril 2009, seules douze sociétés, soit 20 % de l'effectif, géraient 75 % de l'actif net de l'industrie de la gestion alternative.

Graphique 8 : Encours gérés par les dix plus grosses sociétés de gestion de l'industrie de la gestion alternative (en % de l'actif net total relevant de la gestion alternative)



Source et calculs : AMF

3. L'impact de la crise financière sur l'évolution des performances

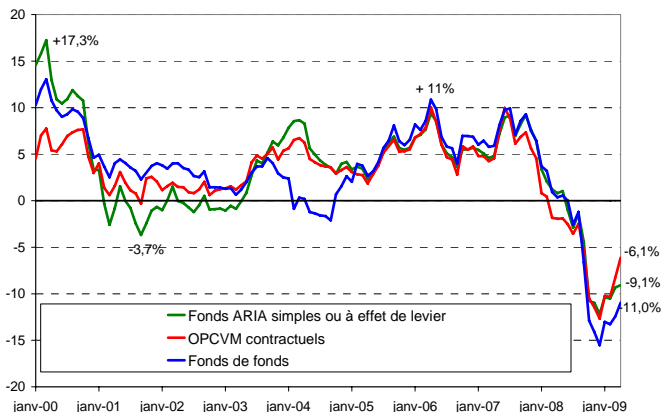
Des performances en fort recul sous le coup de la crise financière, mais qui demeurent positives à moyen terme

La performance des fonds de gestion alternative a été fortement affectée par la crise financière et ce, dès le début de celle-ci, puisque les performances sur un an, trois ans et cinq ans ont commencé à décliner à partir d'octobre 2007

⁷ Le nombre des sociétés de gestion mettant en œuvre des stratégies de gestion alternative a quasiment triplé entre décembre 1999 et décembre 2007, passant de 23 à 71 au cours de cette période.

(graphiques 9, 10, 11)⁸. Avant cette date, les différents types de fonds ont enregistré une hausse significative de leurs performances, en particulier depuis 2003, avec des pics à 10 % pour la performance à un an, 25 % et 35 % pour les performances à trois et cinq ans respectivement. A partir de mi-2008, les performances sur un et trois ans deviennent négatives, atteignant respectivement un point bas de -15 % et -8 % pour les fonds de fonds en décembre 2008. Cette détérioration des performances est le résultat d'un contexte particulièrement difficile pour les *hedge funds* et leurs stratégies d'investissement, même si l'hétérogénéité de ces dernières rend difficile toute tentative de généralisation. La dégradation de l'ensemble des marchés d'actifs (actions, crédit, émergents...) s'est combinée à un durcissement des conditions de financement auprès des *prime brokers* et à l'accélération des demandes de rachats des investisseurs. Ces deux derniers facteurs ont eu un effet très négatif sur les performances des fonds de gestion alternative, les conduisant en particulier à opérer des ventes forcées sur des marchés détériorés et à accélérer par là une spirale baissière des prix d'actifs⁹. En dépit de la très forte baisse des performances due à la crise financière, on remarque toutefois que la performance à moyen terme (à cinq ans) des fonds de gestion alternative encore en vie à la fin de la période d'observation demeurerait positive à la fin du mois d'avril 2009 et ce, quel que soit le type de fonds. Les gains obtenus avant la crise ont donc permis de compenser l'impact adverse de celle-ci sur l'évolution des valeurs liquidatives.

Graphique 9 : Performance à un an
(variation de la valeur liquidative sur un an, en %)

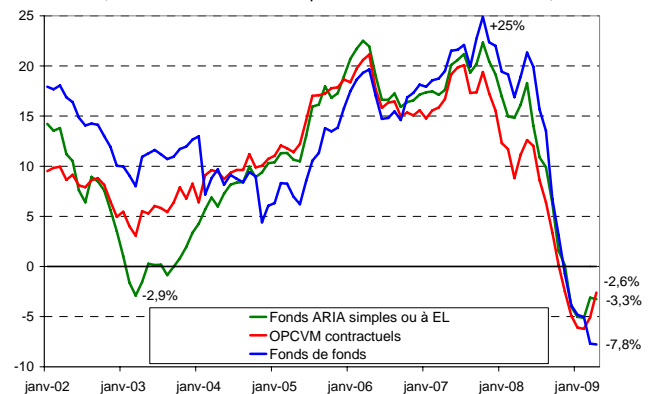


Source et calculs : AMF

⁸ La performance a tout d'abord été calculée au niveau individuel (pour chaque fond), à partir de l'écart entre la valeur liquidative observée lors du mois t et celle en t-k (en posant k égal à 12, 36 ou 60 selon l'échéance considérée, i.e. 1 an, 3 ans ou 5 ans). La performance globale a ensuite été obtenue en calculant la moyenne des performances individuelles, pondérées par l'actif net de chaque fond.

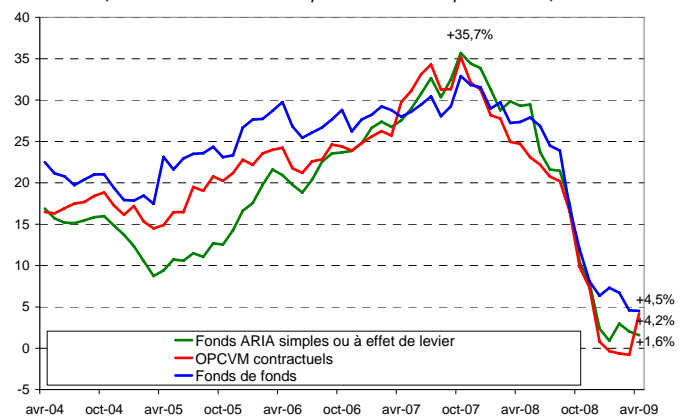
⁹ Pour une analyse détaillée de la performance des *hedge funds* au cours de la période récente, voir S. Chardon et G. Monarcha [2009] : « 2009 : un renouveau nécessaire pour l'industrie des hedge funds », Hedge Fund Trends, Service de la Recherche, janvier.

Graphique 10 : Performance à trois ans calculée
selon le type de fond
(variation de la valeur liquidative sur trois ans, en %)



Source et calculs : AMF

Graphique 11 : Performance à cinq ans calculée
selon le type de fond
(variation de la valeur liquidative sur cinq ans, en %)



Source et calculs : AMF

Récemment, une corrélation plus forte des performances avec les marchés d'actions

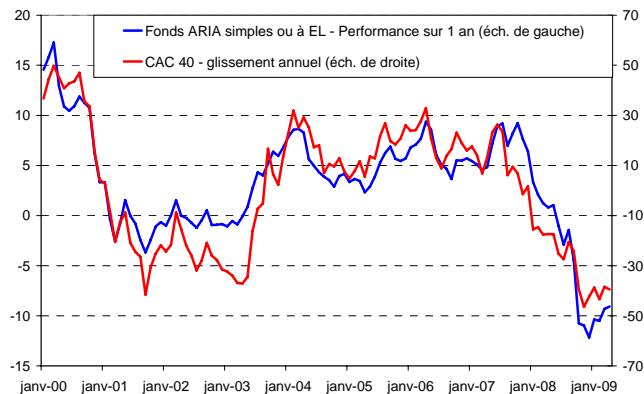
L'examen des performances relatives montre une stabilité beaucoup plus forte des performances des fonds de gestion alternative comparativement aux performances des marchés d'actions. Cela est vrai à long terme mais également à court terme, au plus fort de la crise financière. Ainsi, par exemple, en décembre 2008, le CAC 40 perdait 40 % par rapport à décembre 2007 tandis que simultanément la performance des fonds ARIA simples ou à effet de levier s'établissait à -12 % sur un an.

En dépit de leur plus grande stabilité, les performances des fonds alternatifs apparaissent cependant sensiblement corrélées à celles des actions. L'intensité de cette corrélation, illustrée ici par référence à l'indice CAC 40, apparaît plus forte pour les fonds ARIA simples ou à effet de levier (graphique 11) que pour les fonds de fonds (graphique 12). Cette différence s'explique probablement en grande partie par la composition de la population des fonds ARIA simples ou à effet de levier, qui comprend un certain nombre de fonds mettant en œuvre des stratégies de gestion classiques (cf. encadré méthodologique).

S'agissant plus particulièrement des fonds de fonds, l'intensité de la corrélation diffère selon la période. Lors de la crise boursière des années 2001-2003, leur performance est apparue particulièrement résiliente au regard des dépréciations des valeurs boursières. La crise financière en vigueur depuis l'été 2007 témoigne au contraire d'une

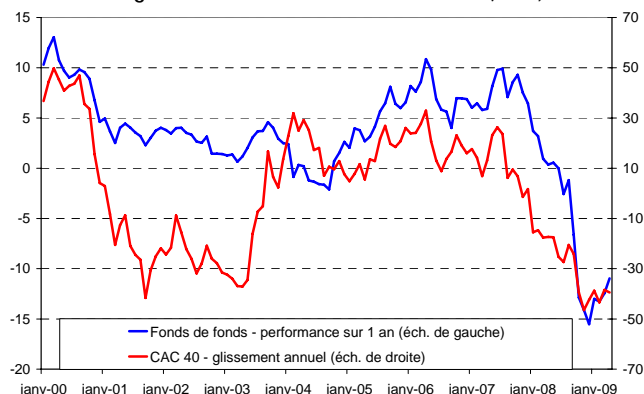
corrélation plus importante entre les deux classes d'actif. Cette observation est d'ailleurs cohérente avec le constat de « re-corrélation » des actifs dressé par ailleurs dans le cadre de la récente crise financière, et qui trouve sa source dans le puissant mouvement de *deleveraging* de tous les agents économiques. Elle peut également s'expliquer par une évolution des stratégies d'investissement de certains véhicules, avec le cas échéant un biais long plus important sur les classes d'actif traditionnelles.

Graphique 12 : Performance sur un an des fonds ARIA simples ou à effet de levier comparée au glissement annuel de l'indice CAC 40 (en %)



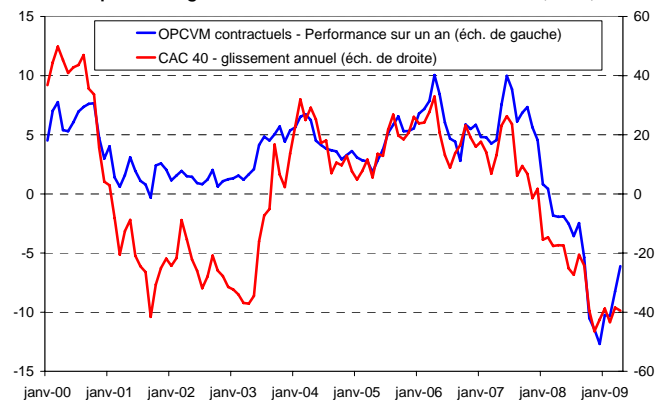
Source et calculs : AMF

Graphique 13 : Performance sur un an des fonds de fonds comparée au glissement annuel de l'indice CAC 40 (en %)



Source et calculs : AMF

Graphique 14 : Performance sur un an des fonds contractuels comparée au glissement annuel de l'indice CAC 40 (en %)



Source et calculs : AMF

Conclusion

La crise financière a porté un coup d'arrêt au développement très rapide de l'industrie de la gestion alternative observé en France depuis 2000. Le recul des encours sous gestion constaté à partir du printemps 2008 résulte principalement d'une décollecte massive provoquée par d'importants rachats de la part des investisseurs, la baisse du prix des actifs ayant joué un rôle relativement moins important dans cette dégrue. En parallèle à ce mouvement de réduction des actifs gérés, la population des fonds de gestion alternative a diminué, favorisant un mouvement de concentration du secteur.

Les performances des fonds de gestion alternative ont été quant à elles sensiblement affectées par la crise, même si les gains engrangés jusqu'en juin 2008 ont permis de compenser en partie les pertes enregistrées depuis lors. En effet, alors que les performances à court et moyen terme ont été négatives à partir de cette date, à l'inverse la variation de la valeur liquidative globale calculée sur cinq ans est demeurée positive.

La comparaison des performances enregistrées par les fonds alternatifs français avec celles des actions semble suggérer que la corrélation entre ces deux classes d'actifs s'est renforcée au cours de la période récente, reflétant ainsi la recorrélation des performances découlant du mouvement global de *deleveraging* observé au cours de la crise financière. Il convient cependant de faire preuve de prudence dans l'interprétation des résultats obtenus, notamment en raison de l'existence de biais qui s'expliquent par l'hétérogénéité des fonds relevant de la classification « ARIA ».

Elisabeth Fonteny

La Lettre Economique et Financière est une publication réalisée par le Département des Etudes de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers

Directeur de la publication

Edouard Vieillefond

e.vieillefond@amf-france.org

01.53.45.63.65

Rédacteur en chef

Fabrice Pansard

f.pansard@amf-france.org

01.53.45.63.57

Equipe de rédaction

Anne Demartini

a.demartini@amf-france.org

01.53.45.63.39

Elisabeth Fonteny

e.fonteny@amf-france.org

01.53.45.63.61

Laurent Grillet-Aubert

l.grillet-aubert@amf-france.org

01.53.45.63.38

Carine Romey

c.romey@amf-france.org

01.53.45.63.41

Secrétariat

Muriel Visage

m.visage@amf-france.org

01.53.45.63.35

La Lettre Economique et Financière reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF