



Les hedge funds, leurs stratégies, leur avenir

Séminaire OFCE, 22 Octobre 2008, Paris

Guillaume Monarcha
Recherche Hedge Funds / Quantitative
Service de la Recherche Economique
NATIXIS

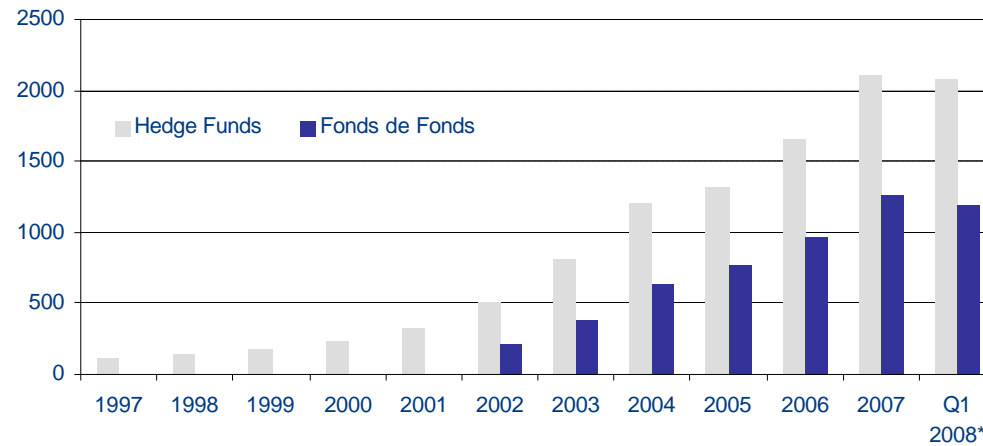
Quelques brefs rappels sur l'industrie des hedge funds et les principaux styles d'investissement

- Fonds d'investissement soumis à une réglementation allégée car accessibles aux seuls investisseurs institutionnels et accrédités
- Investissement minimum conséquent : de 100000 à plusieurs millions d'euros
- Le niveau de transparence des hedge funds est très variable
 - Stratégies plus ou moins **discrétionnaires**
 - Stratégies à caractère **opportuniste**
 - Gestion non indicielle : **pas de benchmark**
- Mise en œuvre de **stratégies alternatives et dynamiques** basées sur l'utilisation de produits dérivés, des ventes à découvert et de l'effet de levier → **Objectifs de performance absolue**
- Risque de distorsion des échéances entre les investisseurs et les actifs peu liquides négociés par les gérants : délais de **lockup** (>à 1an) et de **rédemption** (~3-6 mois) nécessaires
- L'accès aux performances atypiques des hedge funds justifie en partie les structures de frais usuellement pratiquées (management fees ~1-2% ; incentive fees ~15-20% + High Watermarks + capital du gérant)

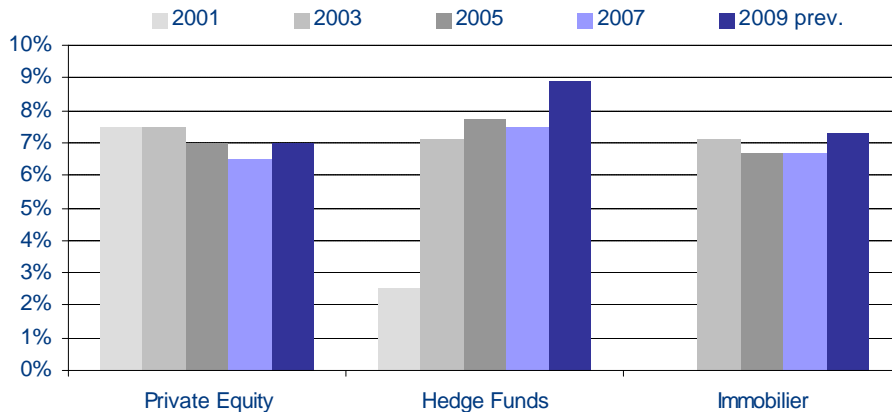
Encours gérés et flux de capitaux



Hedge Funds : encours gérés (Mds USD)

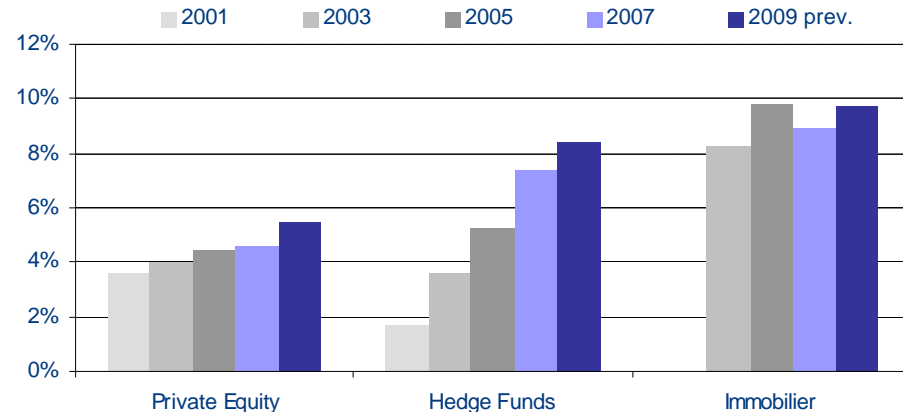


Allocation des investisseurs institutionnels en actifs alternatifs (USA)



Source : Russel Alternative Investment Survey, 2007-2008

Allocation des investisseurs institutionnels en actifs alternatifs (Europe)



Source : Russel Alternative Investment Survey, 2007-2008

Hétérogénéité des styles d'investissement

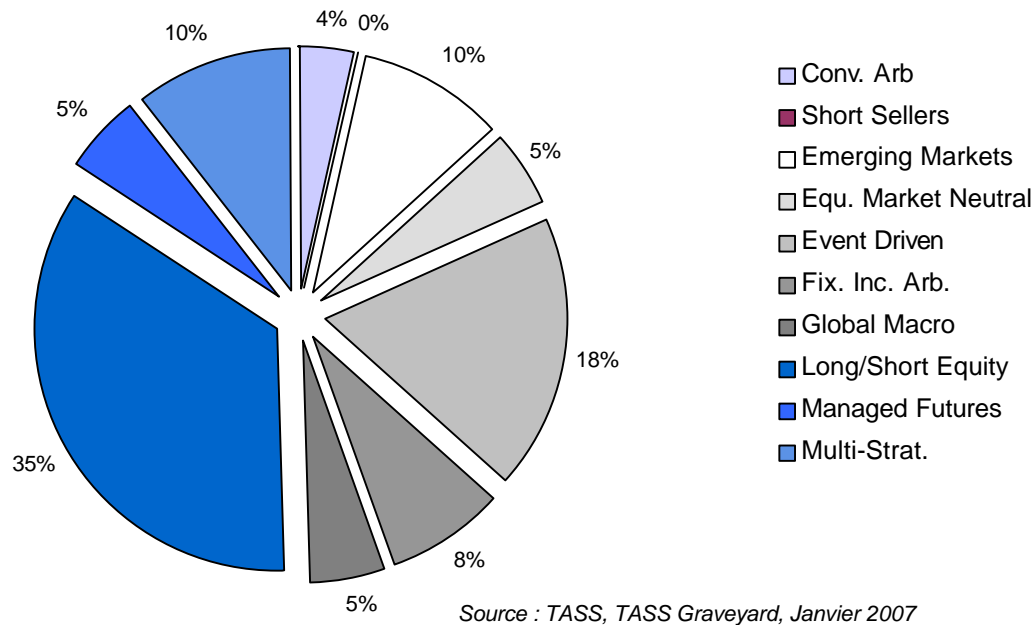


	Fixed Income	Equity	FX / Commo
Relative Value	Fixed Income Arbitrage MBS Arbitrage	Event Driven Convertible Arbitrage Statistical Arbitrage Equity Market Neutral	
Long / Short bias	Long/Short Govies Long/Short Credit Distressed Securities Emerging Markets (debt focus)	Long/Short Equities : <i>Style Focu</i> <i>Sector Focus</i> <i>Geographic Focus</i> <i>Short Sellers</i> Emerging Markets (equity focus)	
Directionnal	Long Term CTA Short Term CTA / Systematic Global Macro		

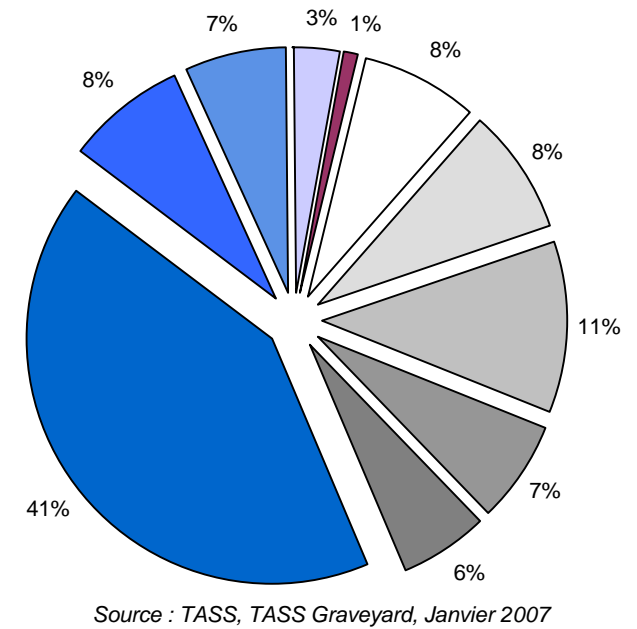
Répartition de l'industrie



Industry Breakdown by AUM



Industry Breakdown by Number of Funds



Long Short Equity ou Equity Hedge

Descriptif

- Investissement long en actions
- Couverture d'une partie des positions longues par des ventes à découvert, des positions courtes sur indices ou des options
- Approche top-down (sélection des marchés et des segments) + bottom-up (stock picking)
- Hedge ratio variable de 20% à presque 100% (très rare et pas durablement)
- Fonds agressifs : exposition nette > à 100%
- Fonds conservateurs ou défensifs : exposition nette inférieure à 100%
- Gestion plus ou moins active du hedge ratio
- Levier compris entre 1 et 2

Stratégies à biais long actions (*suite*)



Principales stratégies

- L/S Equity US : très liquide et très grande capacité
- L/S Europe et Asie : davantage d'opportunités
- L/S secteurs (secteurs liquides, US ou Europe)
- L/S quantitatifs
- Small / Large Caps
- Value / Growth

Risques principaux

- Risque de marché avec biais small caps

Short Sellers / Short Selling / Dedicated Short Bias

Descriptif

- Investissement court en actions
- Couverture très faible (hedge ratio proche de 0)
- Généralement pas de levier
- Utilisation de puts possible

Risques

- Risque de marché

Emerging markets

- Investissements longs en actions ou obligations (souveraines ou corporates) des émergents
- Couverture difficilement réalisable (dérivés inexistants ou peu liquides ; ventes à découvert généralement impossibles)
- Zones :
 - Amérique Latine
 - Europe de l'Est
 - » Ex bloc soviétique
 - » Russie
 - » Turquie
 - Asie
 - » Sud-Est (Corée, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Indonésie)
 - » Chine, Taïwan, Inde
 - Afrique et Moyen Orient
- Les gérants n'utilisent généralement pas de levier

Principaux risques

- Risque de marché
- Risque de liquidité
- Risque de dévaluation
- Risque politique
- Risque Légal
- Contagion et « risque systémique »

Couvrir l'ensemble de ces risques spécifiques est impossible

Nécessité de bien les évaluer ; bonne connaissance de la région nécessaire

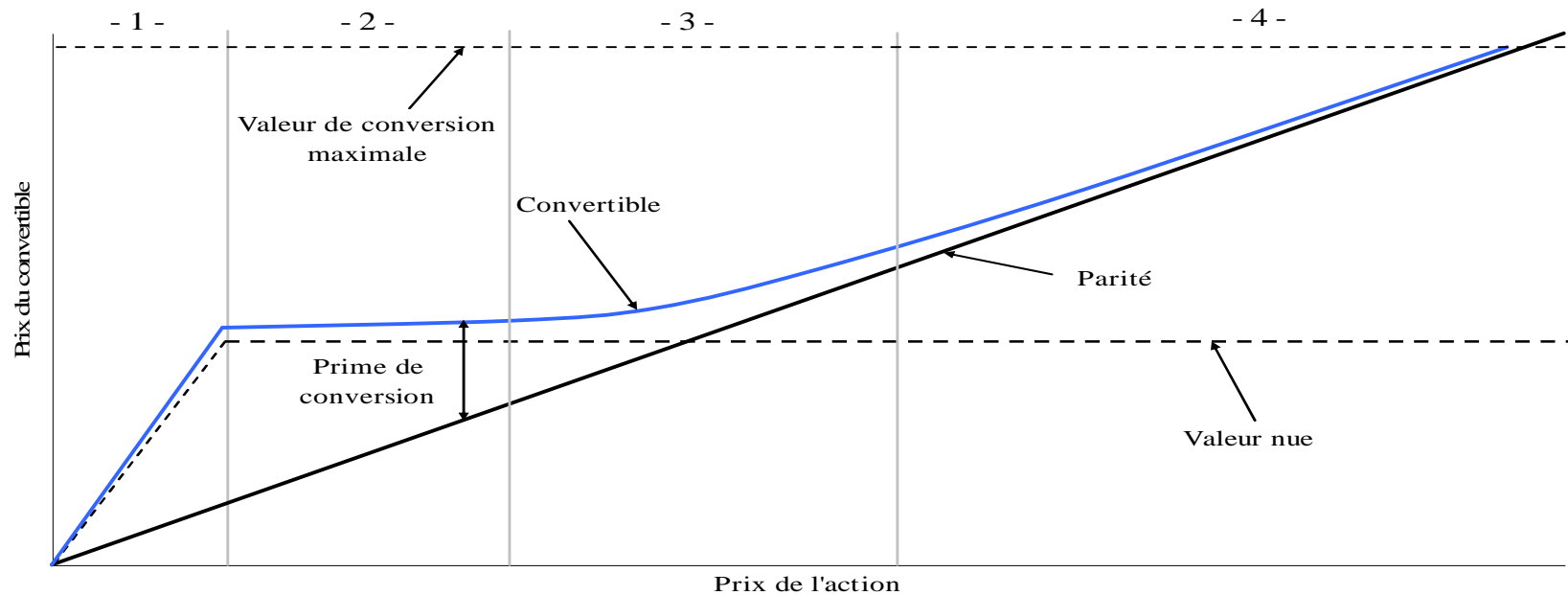
- » Connaissance du tissu politique et social
- » Fiscalité
- » Fondamentaux économiques

Convertible arbitrage

Caractéristiques des obligations convertibles et principales stratégies

- Obligations corporates qui incorporent une option de conversion en un nombre prédéterminé d'actions
- Intérêt des entreprises :
 - » Permet de disposer de capitaux dans le cas où il subsiste un doute sur leur capacité à supporter de lourds investissements, en attirant des investisseurs avec un produit plus attrayant qu'une obligation classique
 - » Rémunération moins importante qu'une obligation classique (moins coûteux)
- Evaluation
 - » Obligation
 - » Prix de l'option
- Facteurs sous-jacents
 - » Niveau général des taux d'intérêt
 - » Prix des actions
 - » Volatilité des actions
 - » Spread de crédit

Stratégies d'arbitrage (suite)

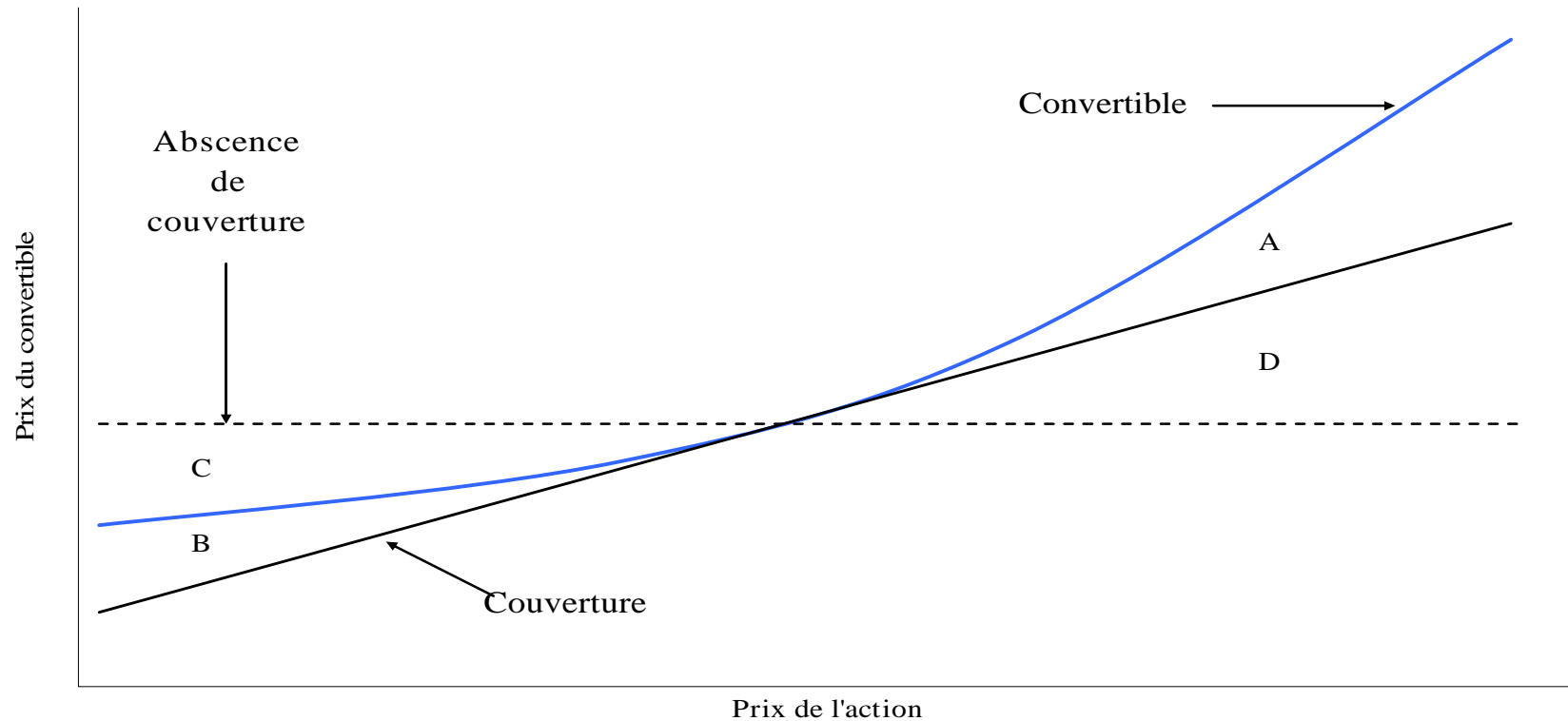


– Segments d'investissement

- » 1. « Très en dehors de la monnaie » ; high yield ; risque de crédit / défaut
- » 2. « En dehors de la monnaie » ; faible delta et faible gamma ; risque de taux
- » 3. « A la monnaie » ; delta moyen, fort gamma ; volatility arbitrage ; risques complexes
- » 4. « Dans la monnaie » : delta fort, faible gamma ; risque actions

- Volatility Arbitrage

- Long convertible / Court actions sous-jacentes
- Profiter du décalage entre la convexité entre le prix du convertible et de l'action et la linéarité de la couverture



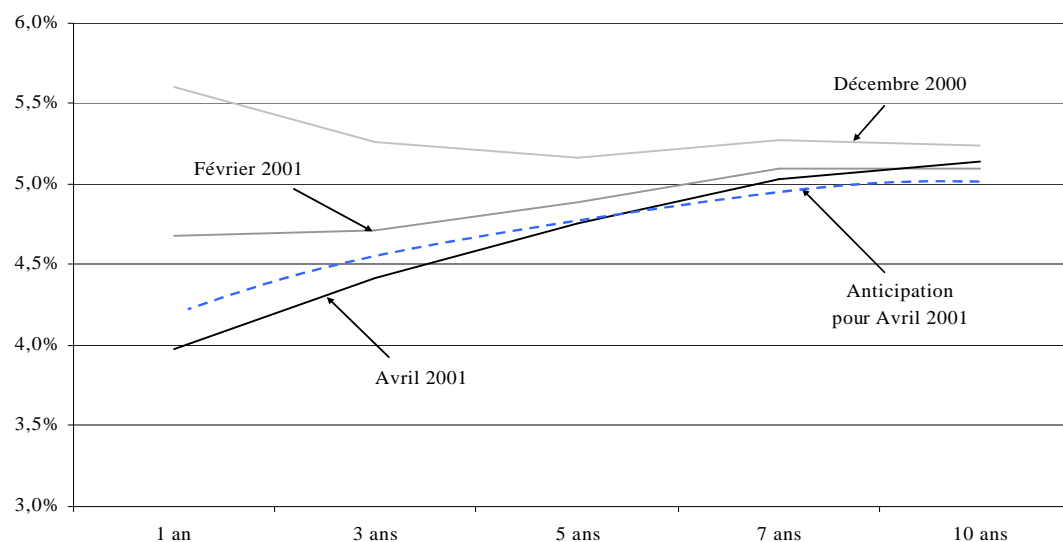
Fixed Income Arbitrage

Caractéristiques

- Stratégies d'investissement visant à tirer profit d'écarts d'évaluation entre des actifs fixed-income similaires en limitant les expositions au niveau général des taux d'intérêt
- Nombre important de produits et donc de stratégies
- Beaucoup de fonds sont focalisés sur le marché US
- L'effet de levier employé par les gérants peut être important (capturer de faibles variations de spread, quelques pb. seulement)
- Approche top-down ou bottom-up

▪ Principales stratégies

- Yield curve arbitrage : positions sur les pentes des courbes de taux



- Convergence arbitrage : entre les obligations souveraines de différents pays
- MBS arbitrage
- Credit arbitrage (cash/CDS)
- High yield arbitrage (couverture taux gnl ou défaut avec actions)

- Typologie des risques inhérents aux différentes stratégies

	<i>Yield curve arbitrage</i>	<i>Convergence arbitrage</i>	<i>MBS arbitrage</i>	<i>Credit arbitrage</i>	<i>High yield arbitrage</i>
<i>Risque de taux d'intérêt</i>			?	?	?
<i>Risque de marché (actions)</i>					?
<i>Risque de crédit</i>		?		?	?
<i>Downgrade risk</i>				?	?
<i>Risque de spread</i>	?	?		?	
<i>Volatilité des taux d'intérêt*</i>	?	?	?	?	?
<i>Prepayment risk</i>			?		
<i>Risque de liquidité</i>			?		?
<i>Mark to market**</i>			?		
<i>Effet de levier***</i>	8:1 - 20:1		2:1 - 7:1		0:1 - 1:1

* Le risque de volatilité considéré est un risque de volatilité important, pouvant notamment être généré par un flight to quality. ** Risque lié à l'évaluation des actifs. *** Source : Harcourt AG

Equity Market Neutral

Caractéristiques

- Stratégies d'investissement visant à tirer profit d'écarts d'évaluation au sein de paires d'actions
- Pair trades constitués dans le but de générer un payof le plus neutre possible : stratégies **beta neutral**
 - » Secteur ; pays ; change ; style actions...
- Levier employé pour capturer les spreads de performance (5-10:1)
- Stratégies exercées sur un nombre important de positions et sur des marchés très liquides (rarement investis en small caps)

Stratégies

- Quantitatives
- Fondamentales
- Reposent sur le **stock picking**

Event Driven

Tirer profit de situations spéciales

- Changement de rating
- Restructurations
- Rachats d'actions
- Recapitalisation

Merger arbitrage

- Tirer profit d'anticipations sur des opérations de fusion/acquisition à venir
- Long proie, court prédateur

Distressed securities

- Investir dans les titres de la dette des sociétés en difficulté
- Discount favorable
- Fonds activistes vs. fonds « passifs »

Les gérants Global Macro

Caractérisation

- Prises de positions nettes basées sur des anticipations macroéconomiques
- Actifs considérés : tous, cash ou dérivés
- Différents horizons d'investissement
- Utilisation très variable de l'effet de levier
- Stratégies hétérogènes et hautement discrétionnaires
- Les portefeuilles de certains gérants peuvent être significativement concentrés
- Volatilité favorable, ainsi que les changements de cycles économiques ou les périodes d'incertitude générale
- Market timing significatif chez les bons gérants
- **Fonds de 2^{ème} génération : différents de ceux des années 90**

Les CTAs (Commodity Trading Advisors) ou Managed Futures

Caractérisation

- Prises de positions directionnelles en futures essentiellement
- Stratégies reposant fortement sur le momentum des marchés, ainsi que sur le market timing
- Actifs sous-jacents : taux, **matières premières, actions, change**
- Niveau de levier variable
- Positive feedback trading vs. Contrarian trading
- Court terme vs. Long terme

Risque et effet de levier



Niveau de risque et effet de levier

Niveau de levier	Stratégies	Risque associé aux stratégies sous-jacentes	
Pas de levier [0-1]	Quelques fonds Long/Short Equity (exposition nette significative)	+++	} 15%
	Emerging Markets	++++	
	Distressed Securities	++++	
	Short Sellers	+++	
Faible levier [1-2]	La majeure partie des Long/Short Equity	++	} 45%
	La majeure partie des Long/Short Crédit	++	
	Merger Arbitrage	++	
Levier Moyen [3-7]	Convertible Arbitrage	++	} 20%
	Statistical Arbitrage	+	
	CTAs	+ → +++	
	MBS Arbitrage	+	
Levier élevé [7+]	Fixed Income Arbitrage	0/+	} 10%
Levier Variable	Global Macro	+ → +++++	} 10%
	Multi-Stratégies	++ → +++++	

Les problématiques liées à la modélisation des risques des hedge funds

La gestion traditionnelle est le plus souvent indicielle, les gérants étant très fortement limités sur l'utilisation du levier ou de produits dérivés. Leur performance provient essentiellement d'expositions statiques et positives aux actifs standards : le **beta**.

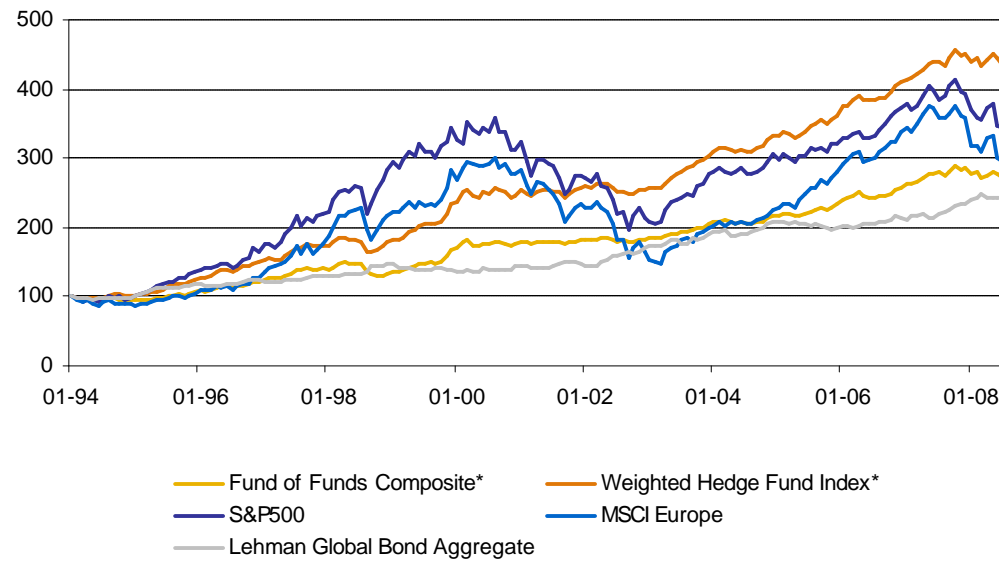
Les stratégies d'investissement alternatives mises en œuvre par les gérants de hedge funds peuvent être alternativement générées par :

- des expositions systématiques (positives ou négatives) aux classes d'actifs standards : le **beta**
- par le stock picking exercé par le gérant, ou par la réalisation d'opérations d'arbitrage totalement couvertes : l'**alpha**
- la gestion tactique et stratégique des expositions dans le temps : le **beta alternatif**

... sont a priori source de performance supérieure...



Performance des Hedge Funds et des actifs standards



* Indices HFRI

** Indices CSFB/Tremont

Ratio de Sharpe		Rendement moyen annualisé		Volatilité	
Merger Arbitrage*	1.56	Quant Directional*	13.8%	Equity Market Neutral*	3.1%
Distressed Securities / Restructuring*	1.42	Equity Hedge*	13.1%	Merger Arbitrage*	3.7%
Event Driven*	1.38	Event Driven*	12.3%	Convertible Arbitrage*	3.9%
Equity Market Neutral*	1.24	Emerging Markets*	11.7%	Fixed Income Arbitrage**	4.1%
Convertible Arbitrage*	1.13	Distressed Securities / Restructuring*	11.1%	Lehman Global Bond Aggregate	5.1%
Equity Hedge*	1.08	Weighted Hedge Fund Index*	10.9%	Distressed Securities / Restructuring*	5.3%
Weighted Hedge Fund Index*	1.06	S&P500	10.2%	Fund of Funds Composite*	5.8%
Global Macro*	0.92	Global Macro*	10.0%	Event Driven*	6.3%
Quant Directional*	0.76	MSCI Europe	9.4%	Weighted Hedge Fund Index*	6.8%
Fund of Funds Composite*	0.62	Merger Arbitrage*	9.4%	Global Macro*	6.9%
Emerging Markets*	0.58	Convertible Arbitrage*	8.0%	Equity Hedge*	8.7%
Lehman Global Bond Aggregate	0.53	Managed Futures**	7.4%	Managed Futures**	12.0%
Fixed Income Arbitrage**	0.51	Equity Market Neutral*	7.4%	Quant Directional*	13.3%
S&P500	0.47	Fund of Funds Composite*	7.2%	Emerging Markets*	13.9%
MSCI Europe	0.38	Lehman Global Bond Aggregate	6.3%	S&P500	14.1%
Managed Futures**	0.32	Fixed Income Arbitrage**	5.7%	MSCI Europe	15.4%
Short Bias*	0.00	Short Bias*	3.6%	Short Bias*	19.7%

Ratio de Sharpe = (rendement annualisé – taux sans risque) / volatilité annualisée

Ce ratio mesure l'apport de performance en excès du taux sans risque issu d'une prise de risque supplémentaire (mesuré par la volatilité des rendements). Autrement dit, il mesure la rémunération du risque pris.

* Indices HFRI

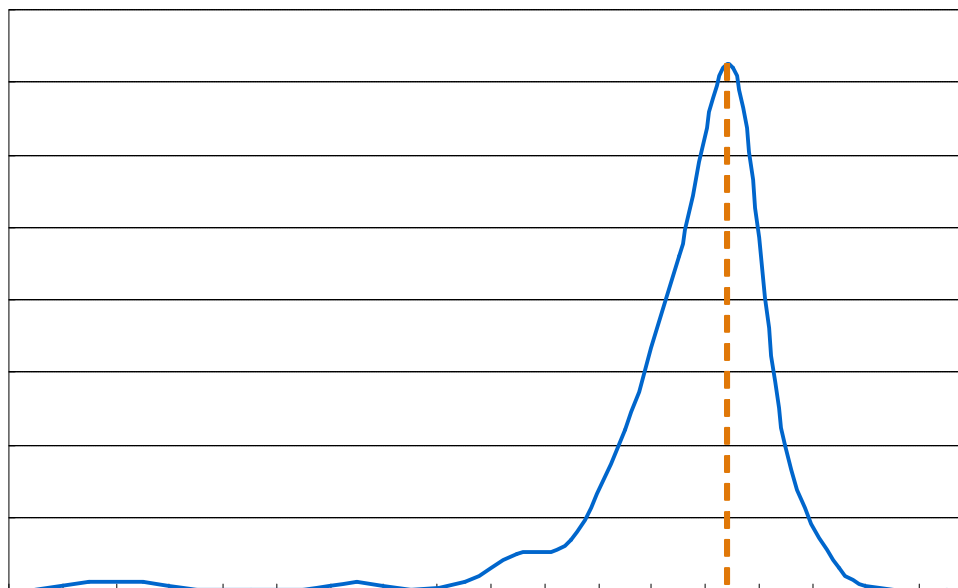
** Indices CSFB/Tremont

Skewness	
Fixed Income Arbitrage**	-3.11
Merger Arbitrage*	-1.75
Distressed Securities / Restructuring*	-1.40
Convertible Arbitrage*	-1.17
Event Driven*	-1.09
Emerging Markets*	-0.92
MSCI Europe	-0.75
S&P500	-0.58
Quant Directional*	-0.45
Weighted Hedge Fund Index*	-0.45
Fund of Funds Composite*	-0.29
Managed Futures**	0.02
Global Macro*	0.09
Lehman Global Bond Aggregate	0.16
Equity Market Neutral*	0.18
Equity Hedge*	0.26
Short Bias*	0.29

La skewness mesure l'asymétrie des rendements.

Une skewness négative indique une asymétrie vers la gauche, c'est-à-dire une asymétrie vers le côté « pertes » de la distribution

Distribution asymétrique à gauche (skewness négative)



* Indices HFRI

** Indices CSFB/Tremont

... mais présentent un coût en termes de risques extrêmes (*suite*)

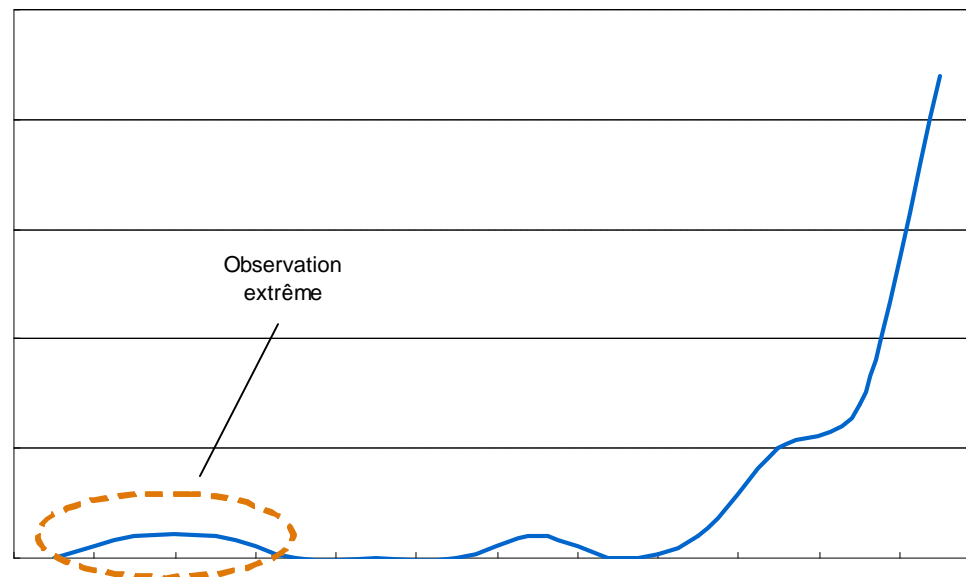


Excess Kurtosis	
Fixed Income Arbitrage**	15.43
Distressed Securities / Restructuring*	7.64
Merger Arbitrage*	7.23
Emerging Markets*	4.81
Event Driven*	4.59
Fund of Funds Composite*	3.49
Weighted Hedge Fund Index*	2.86
Short Bias*	2.67
Convertible Arbitrage*	2.37
Equity Hedge*	1.84
MSCI Europe	1.16
Global Macro*	1.03
Equity Market Neutral*	0.79
Quant Directional*	0.76
S&P500	0.75
Lehman Global Bond Aggregate	0.14
Managed Futures**	0.13

La kurtosis mesure l'épaisseur des queues de la distribution des rendements.

Une kurtosis supérieure à 3 (à 0 en excès) indique une proportion plus importante que la normale de rentabilités extrêmes.

Partie gauche d'une distribution leptokurtique (kurtosis importante)



* Indices HFRI

** Indices CSFB/Tremont

... qui ont un coût en termes de risques extrêmes (*suite*)

La non-normalité des rendements (skewness négative et kurtosis positive) provient de plusieurs facteurs :

- Utilisation de produits dérivés par les gérants
- Utilisation d'effets de levier variables dans le temps
- Dynamique des stratégies d'investissement (allocation tactique, style drift...)
- Possible illiquidité des actifs détenus
- Sensibilité à la liquidité des marchés

En conséquence, il faut tenir compte de la profondeur des risques et non pas se limiter à la seule utilisation d'indicateurs « simples » comme le ratio de Sharpe ou la Value at Risk pour évaluer la performance et le niveau de risque des hedge funds.

Une analyse robuste des structures de risque des hedge funds nécessite la prise en compte de deux dimensions indissociables :

-La non-linéarité des expositions aux classes d'actifs standards

-La dynamique des structures de risques véhiculées par les stratégies d'investissement dynamiques

La modélisation des structures de risque des hedge funds

Sharpe (1992)

$$R_{i,t} = \sum_{k=1}^K b_{i,k} F_{k,t} + \mathbf{e}_{i,t} \quad (1.1)$$

$$b_k \geq 0 \quad (1.2)$$

$$\sum_{k=1}^K b_{i,k} = 1 \quad (1.3)$$

Fung et Hsieh (1997) relâchent les contraintes qui sont inadaptées aux hedge funds

- Levier
- Positions courtes

Faible pouvoir explicatif des modèles (R^2 0.1 – 0.4)

$$R_{Fonds,t} = \mathbf{a} + \underbrace{\sum_{k=1}^K \mathbf{b}_k r_{k,t}}_{\text{risque systématique estimé}} + \underbrace{\mathbf{e}_t}_{\text{risque spécifique estimé}}$$

▪ Facteurs absolus

Schneeweis et Spurgin [2000]

Fung et Hsieh [2004]

▪ Facteurs quadratiques

Treynor Mazuy [1966]

Alexander et Dimitriu [2004]

▪ Facteurs optionnels

Agarwal et Naik [2000, 2004]

Fung et Hsieh [2001, 2002, 2003]

Kuenzy et Shi [2007]

- Pouvoir **explicatif très limité pour les stratégies non-directionnelles** et opportunistes (*Convertible Arbitrage, Equity Market Neutral, Fixed-Income Arbitrage* et *Global Macro* notamment)
- Ces modèles font explicitement **abstraction d'un élément central** des stratégies d'investissement des hedge funds : **les dynamiques générées par les changements stratégiques opérés par les gérants en fonction du contexte de marché et le « Style Drift »**
- En conséquence, **la modélisation statique des structures de risque des hedge funds est, par définition, inadaptée** au caractère opportuniste et dynamiques des stratégies d'investissement mises en œuvre

$$R_t = \mathbf{a}_t + \sum_{i=1}^I \mathbf{b}_{i,t} r_{i,t} + \mathbf{e}_t$$

$$\mathbf{b}_{i,t} = \mathbf{b}_{i,t-1} + \mathbf{m}_t$$

$$\mathbf{a}_{i,t} = \mathbf{a}_{i,t-1}$$

- **Estimation par le filtre de Kalman**

$$z_t = H_t X_t + v_t$$

$$X_t = AX_{t-1} + w_{t-1}$$

$$X_{t|t-1} = AX_{t-1}$$

$$P_{t|t-1} = AX_{t-1}A + Q_t$$

$$K_t = P_{t|t-1} H_t^T (H_t P_{t|t-1} H_t^T + R)^{-1}$$

$$X_t = X_{t|t-1} + K_t (z_t - H_t X_{t|t-1})$$

$$P_t = (I - K_t H_t) P_{t|t-1}$$

- *Estimation « backward » des conditions Initiales $P_{0|0}$ et $X_{0|0}$*

- *Estimation par le maximum de vraisemblance*

$$l(\mathbf{q}) = -\frac{nT}{2} \log(2\mathbf{p}) - \frac{1}{2} \sum_t \log |F_t(\mathbf{q})| - \frac{1}{2} \sum_t \tilde{v}_t'(\mathbf{q}) F_t(\mathbf{q})^{-1} \tilde{v}_t(\mathbf{q})$$

- *Sélection du modèle optimal de type « full stepwise »*

La question de l'utilisation de facteurs non-linéaires

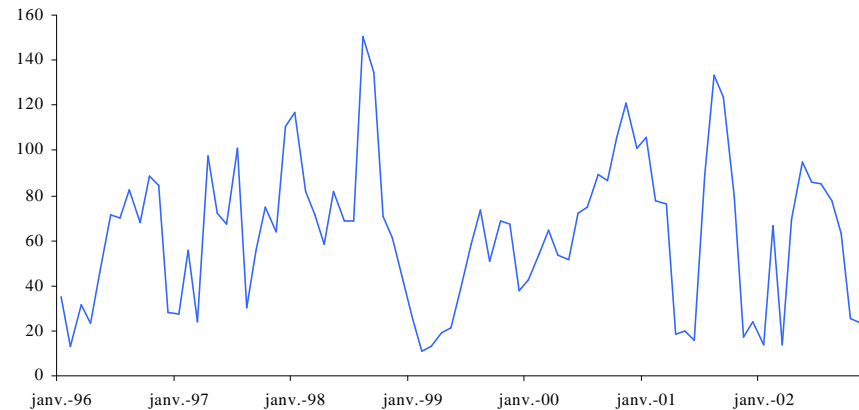
- Option 1 : intégrer des facteurs de risque non-linéaires dans notre modèle dynamique
 - » Problème de l'interprétation de la variabilité des expositions à ces facteurs

- Option 2 : utilisation d'une base réduite de facteurs linéaires et capturer les non-linéarités à travers la dynamique des expositions (bêtas)
 - » **Dominance du concept de dynamique sur le concept de non-linéarité**

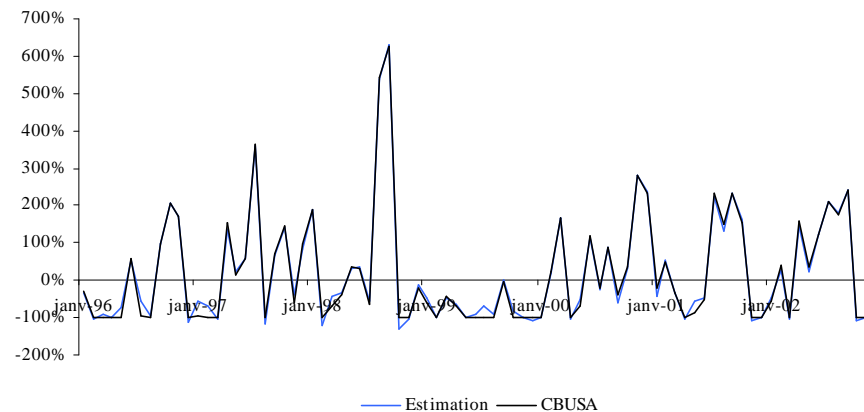
$$\text{Exposition implicite}_t = \frac{R_t^{NL}}{R_t^F}$$

Exemple d'une option synthétique sur les bons du trésor américain

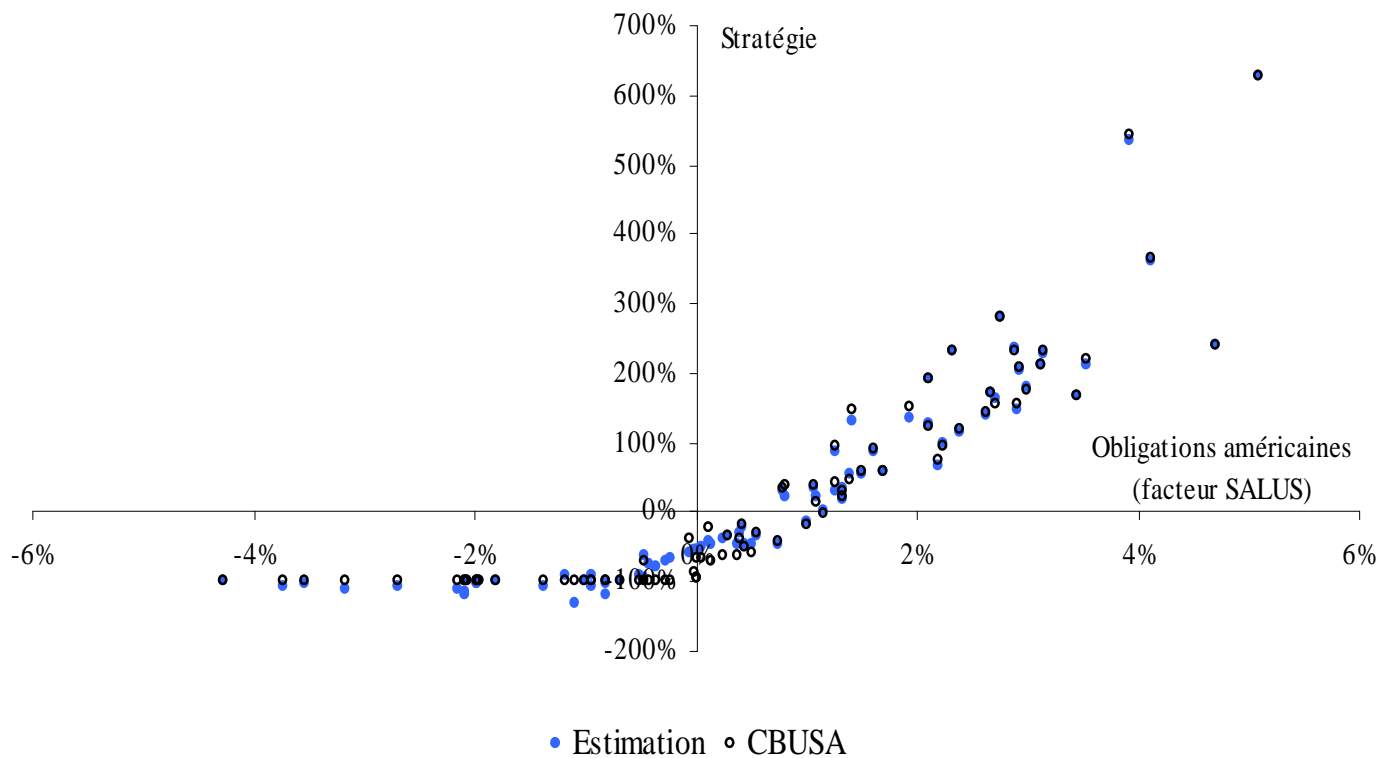
Exposition estimée du facteur CBUSA aux rentabilités des obligations souveraines américaines



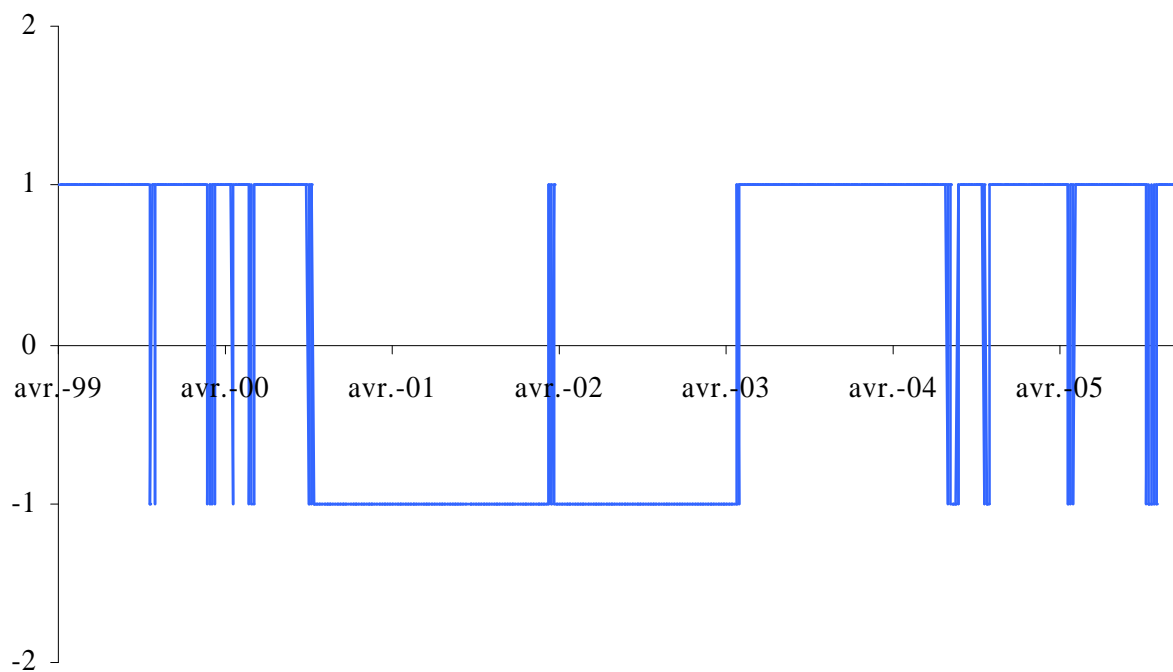
Performance estimée par le modèle d'analyse de style dynamique vs. performance du facteu



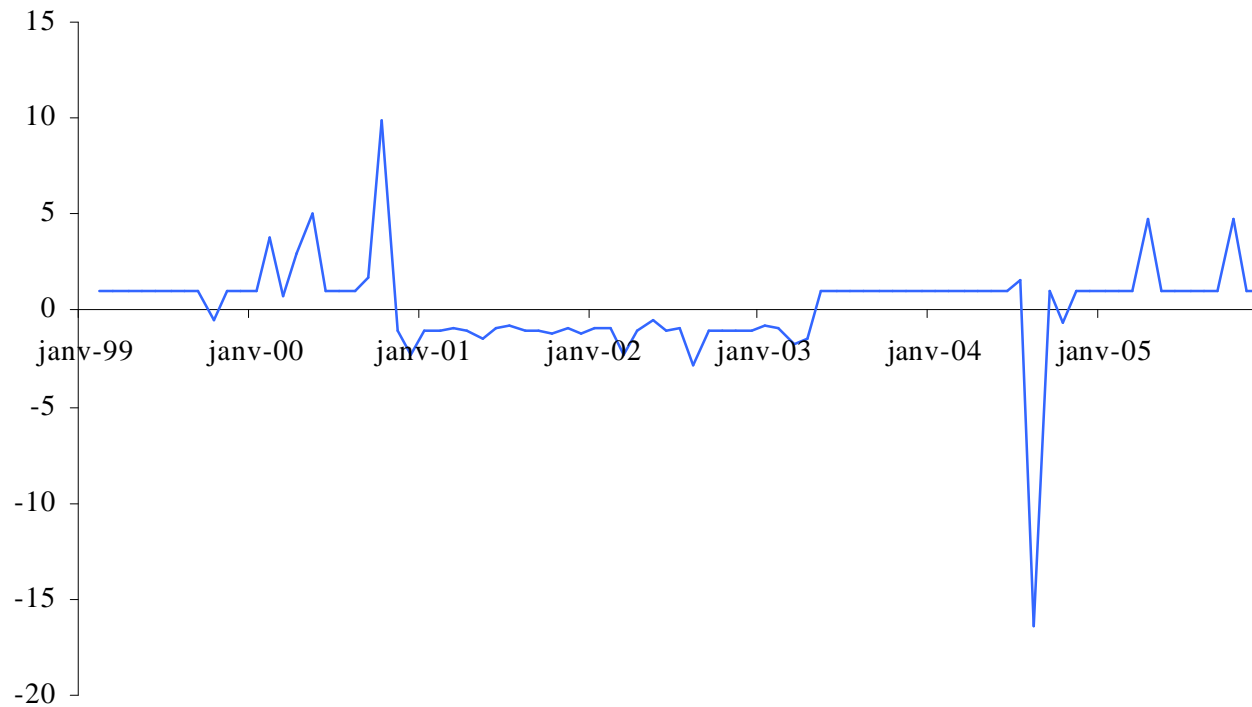
Développement d'un modèle d'analyse de style dynamique (suite)



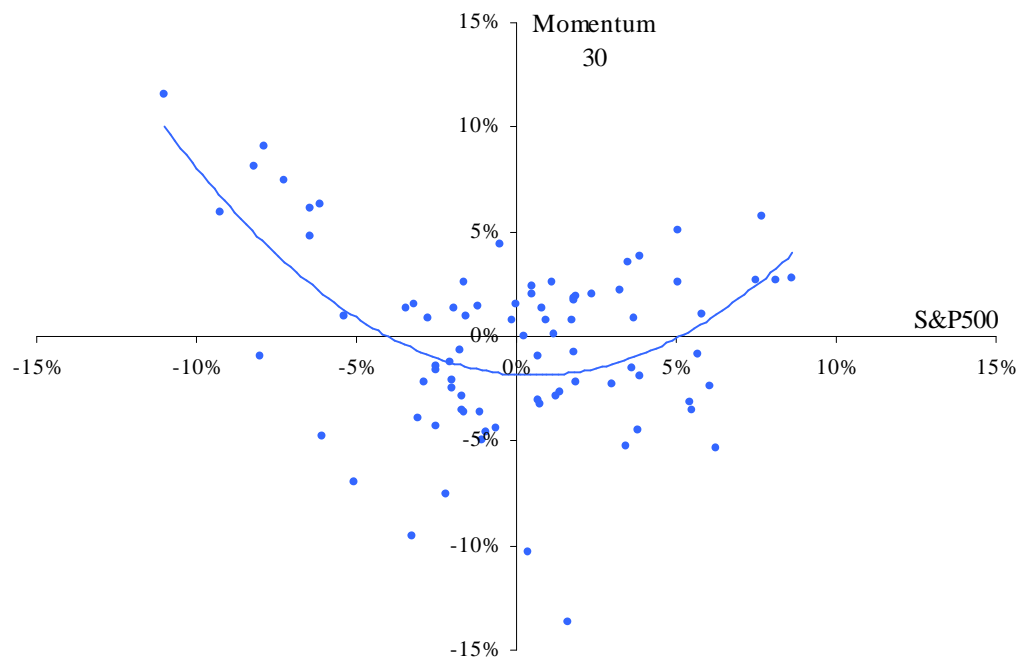
Evolution quotidienne de l'exposition de la stratégie momentum au S&P500



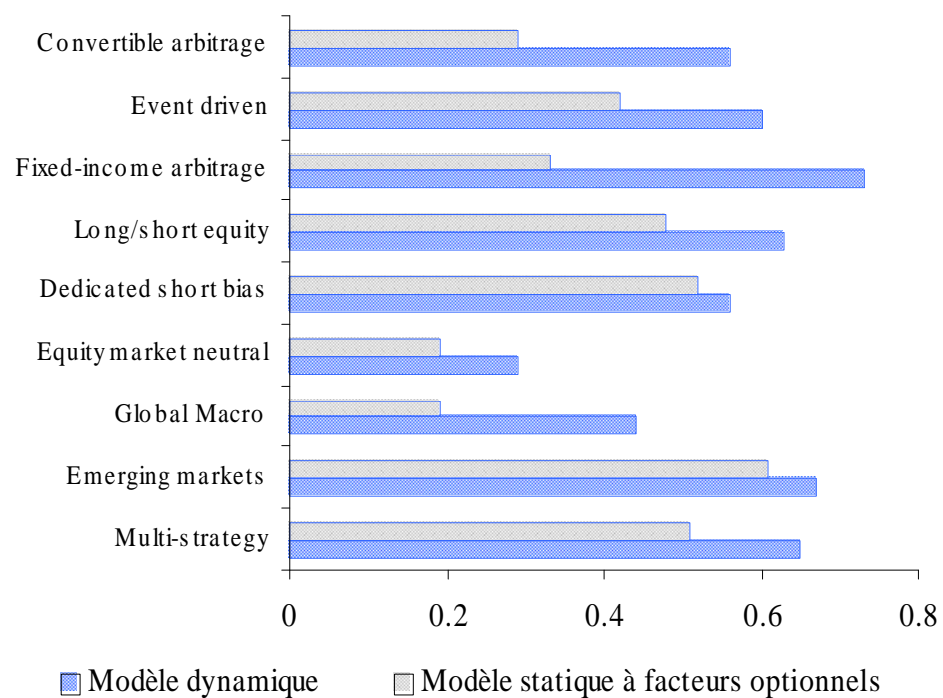
Evolution de l'exposition mensuelle (fin de mois) de la stratégie momentum au S&P500



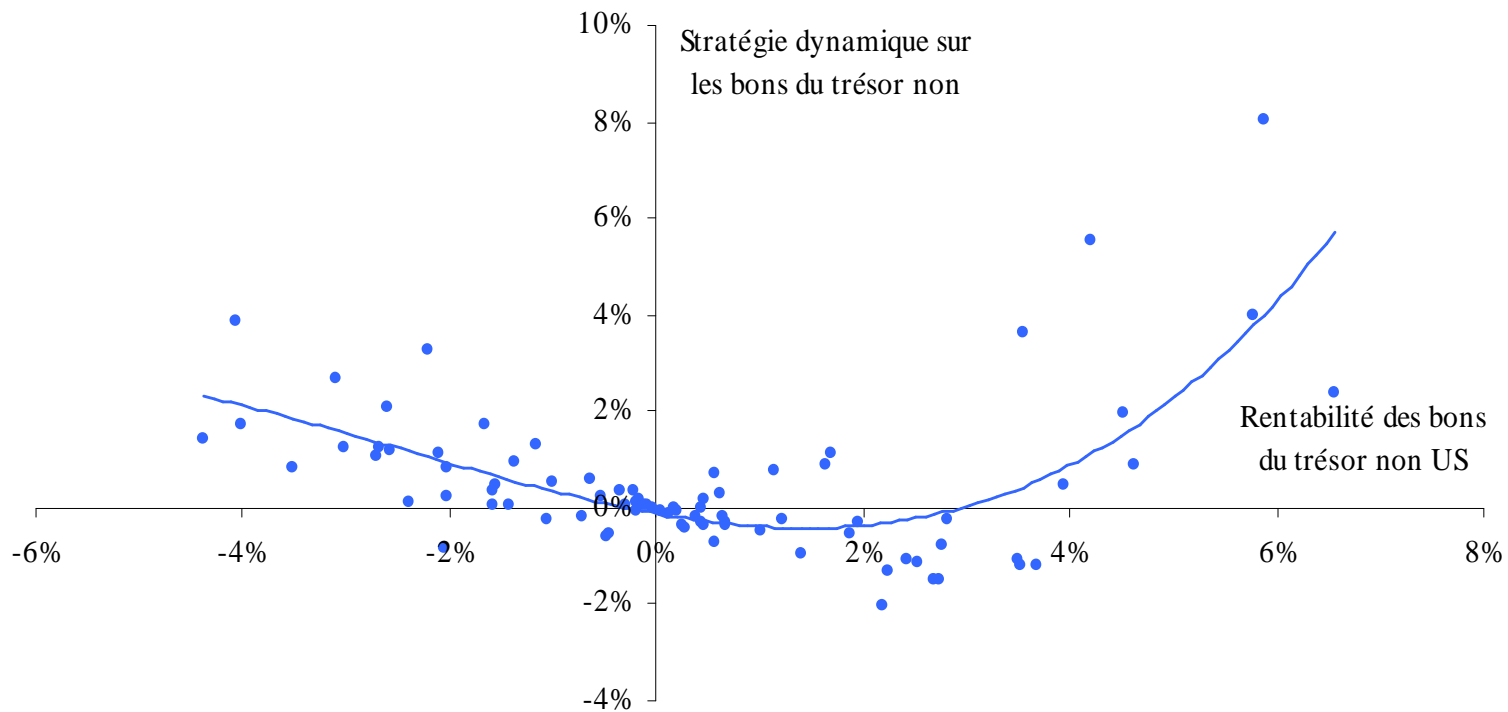
Performance de la stratégie momentum vs. Performance du S&P500



Amélioration très significative de la qualité d'ajustement des modèles, notamment pour les stratégies opportunistes et non-directionnelles

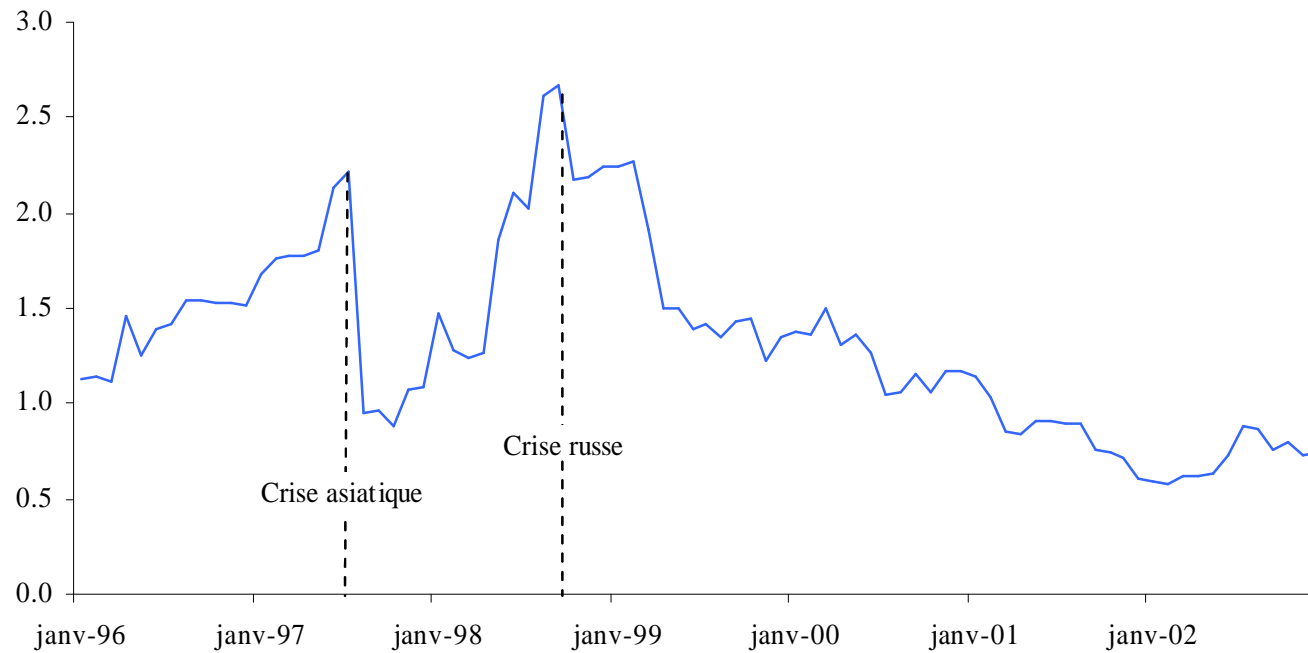


Capture d'expositions non-linéaires complexes



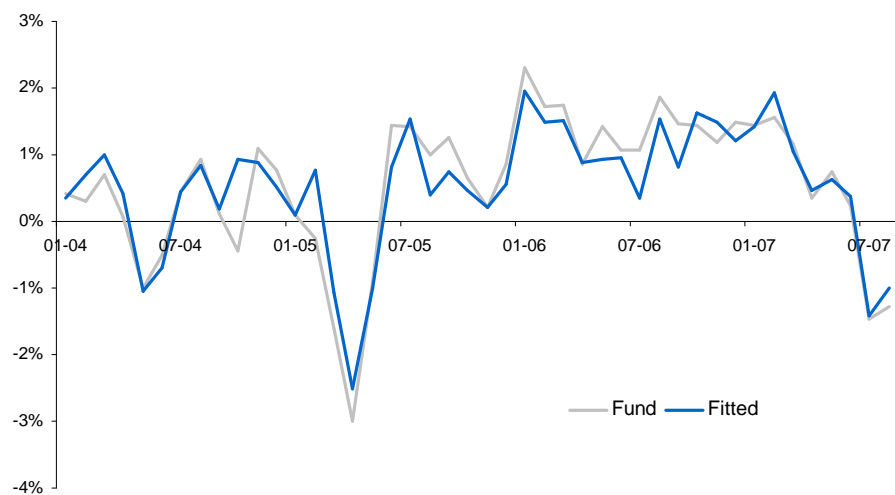
Capture de réorientations stratégiques

Impact des crises émergentes sur l'exposition d'un fonds *emerging markets* aux actions émergentes

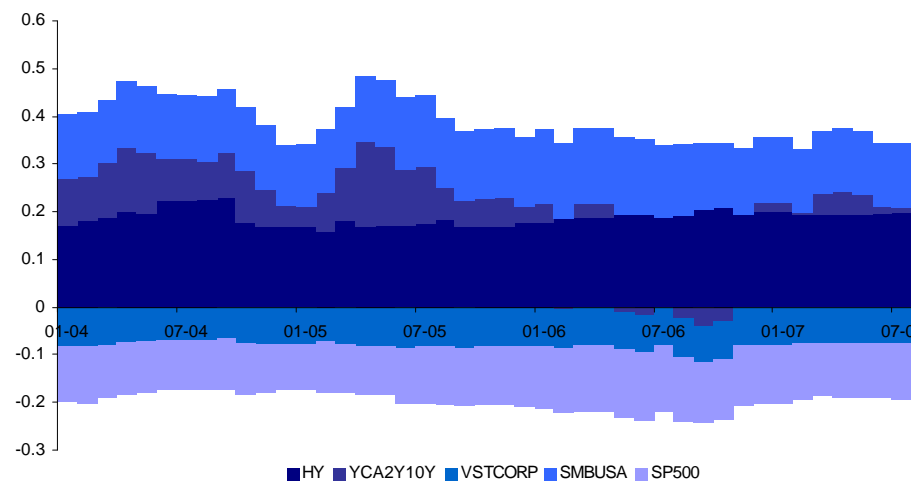


Capture de réorientations stratégiques

Good explanation power of the model



Style Map

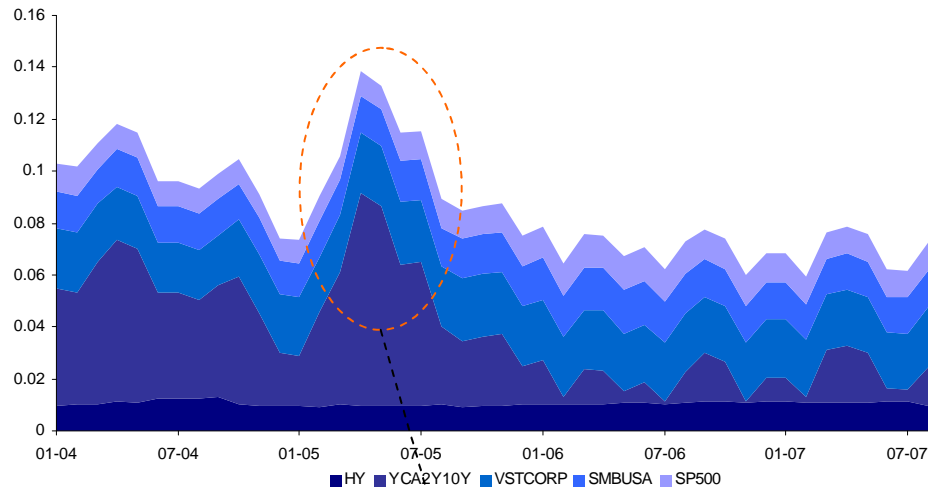


Bon pouvoir explicatif : $R^2=0.86$

Les facteurs de risque identifiés sont en lignes avec la stratégie annoncée

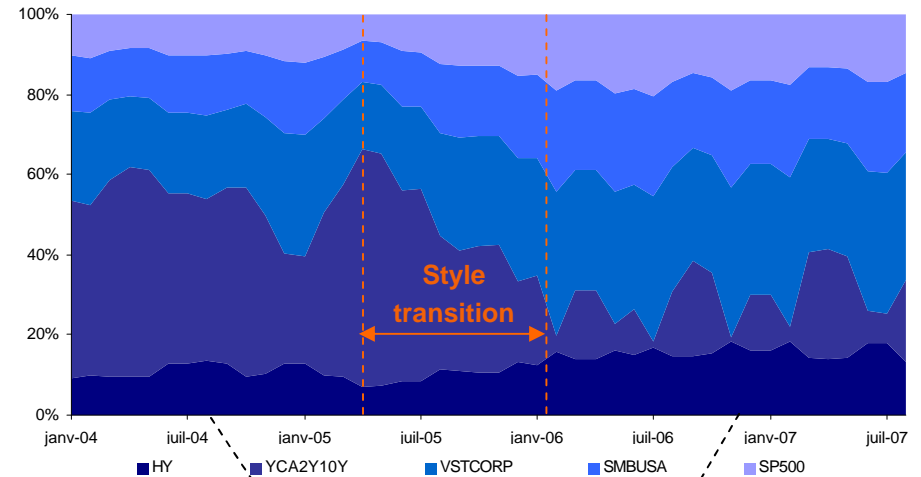
Analyse des risques

Global Risk Level



Augmentation du niveau de risque global autour de l'évènement Ford/GM

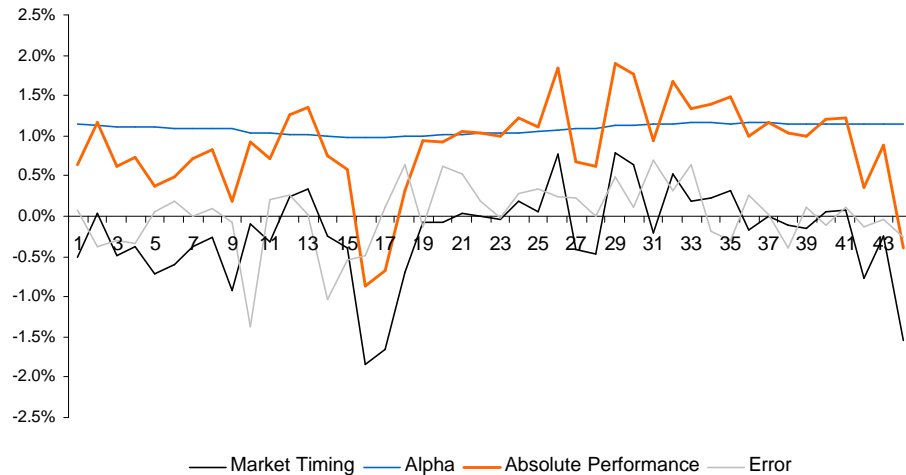
Risk Balance



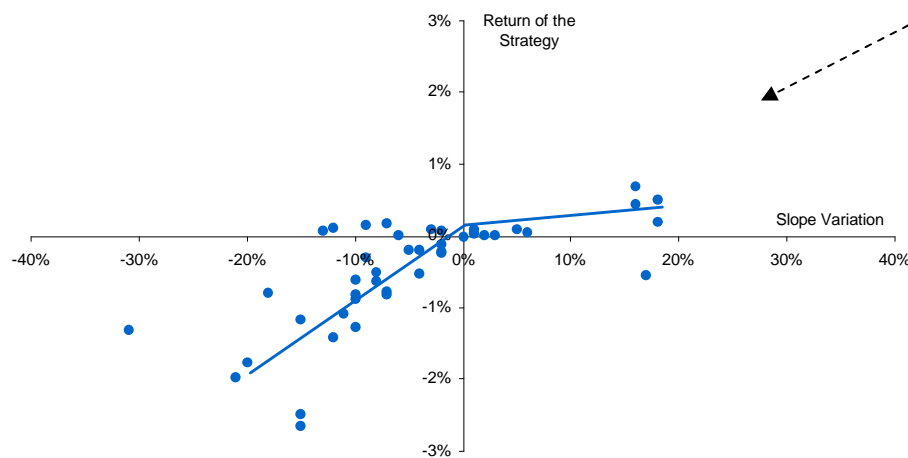
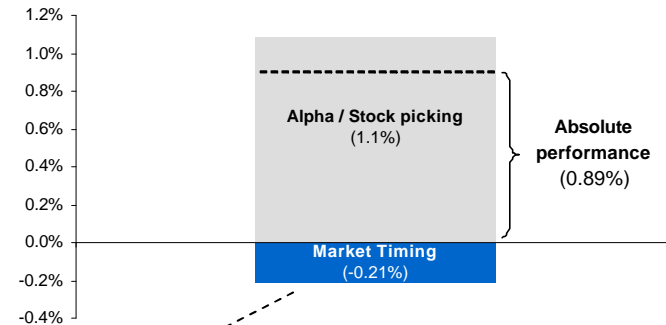
Réorientation stratégique après cet évènement

Analyse de la performance

Decomposition of Absolute Performance



Mean Absolute Performance



- Stock picking ou réelle capacité d'arbitrage du gérant
- Market timing négatif/exposition aux contractions de liquidité : "short-put" sur la pente US
- La performance absolue globale est positive

Quelles sont les vecteurs des contre-performances actuelles
des hedge funds ?

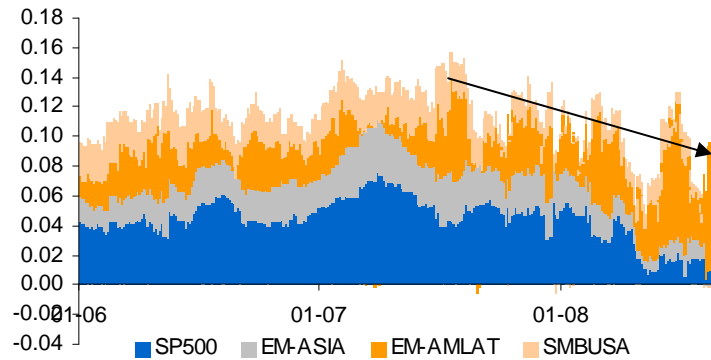
	Indices HFRI (non-investissables)	Indices HFRX (investissables)
Short Bias	14.2%	-
Macro/Systematic	8.6%	-
Macro	2.1%	2.6%
Equity Market Neutral	-3.0%	0.1%
Merger Arbitrage	-3.7%	1.2%
Relative Value	-7.3%	-18.9%
Quantitative Directional	-9.0%	-
Distressed	-9.9%	-7.9%
Fund Weighted Composite Index	-10.1%	-11.6%
Event-Driven Index	-10.3%	-12.7%
Multi-Strategy	-10.9%	-
Fund of Funds Composite	-11.8%	-
Equity Hedge	-15.5%	-13.6%
Convertible Arbitrage	-20.3%	-24.4%
Emerging Markets	-22.6%	-
Euro Stoxx		-31.9%
Lehman Global Bond Aggregate		-0.4%

Hétérogénéité des performances
entre les différents styles
d'investissement

Sources : Datastream, HFR

Analyse quantitative - Long/Short Equity

Structure de risque



Nette réduction des expositions aux actions développées (S&P500 et Small Caps)

Maintien / renforcement des exposition aux émergents

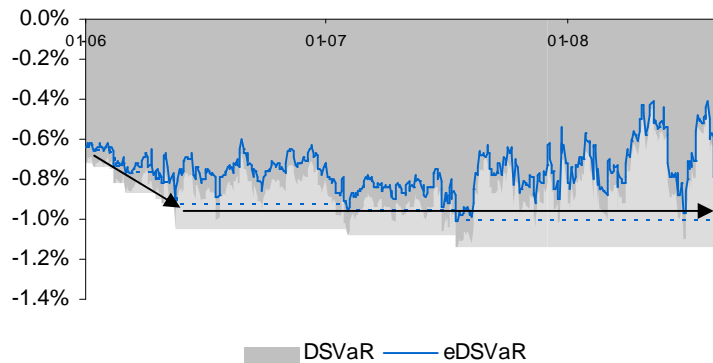
Impact significatif de la forte volatilité des marchés

Réduction du niveau de risque global

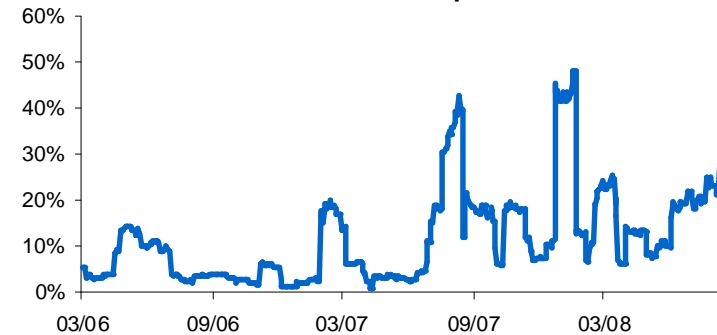
Stabilité des risques extrêmes

Sensibilité moyenne aux contractions de liquidité

Dynamic Style VaR (1 mois, 95%)

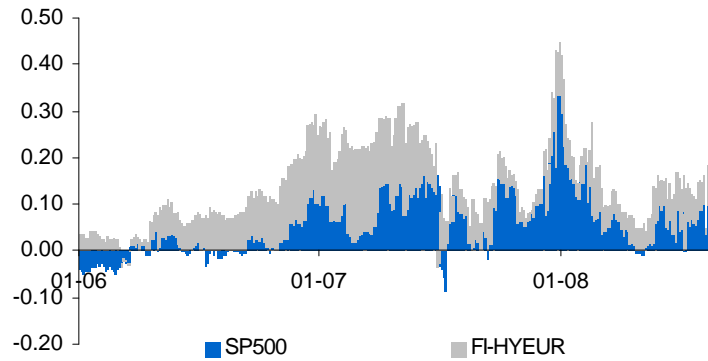


Indicateur d'illiquidité



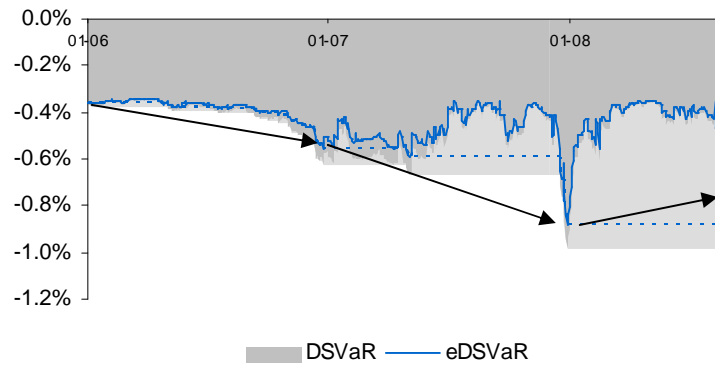
Analyse quantitative – Relative Value

Structure de risque

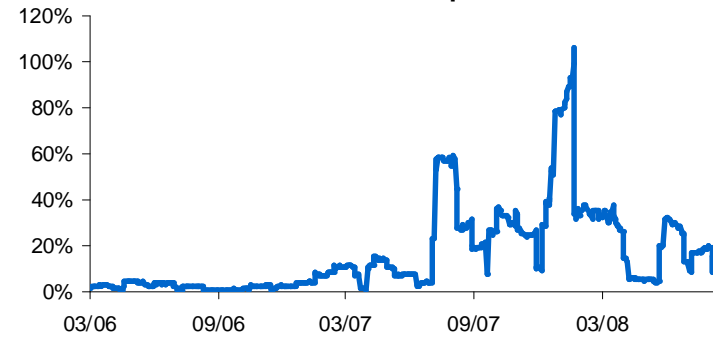


- Instabilité de la structure de risque
- Forte sensibilité aux contractions de liquidité
- Augmentation significative du niveau de risque extrême

Dynamic Style VaR (1 mois, 95%)



Indicateur d'illiquidité

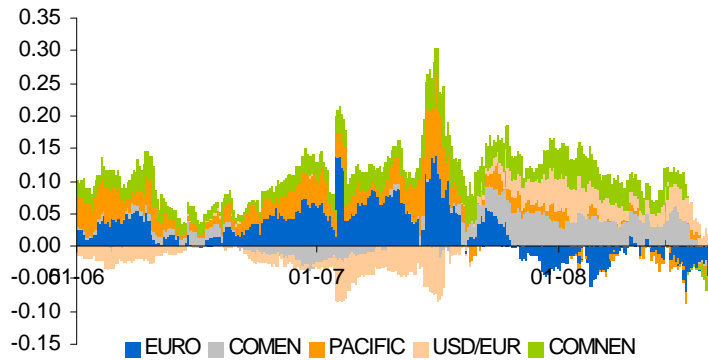


Origine des performances (suite)



Analyse quantitative – Global Macro

Structure de risque



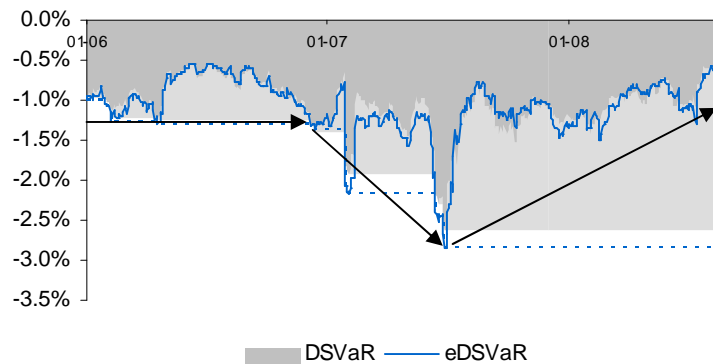
Forte adaptation des gérants au contexte macroéconomique

Allocation tactique entre les actions, les matières premières et les devises

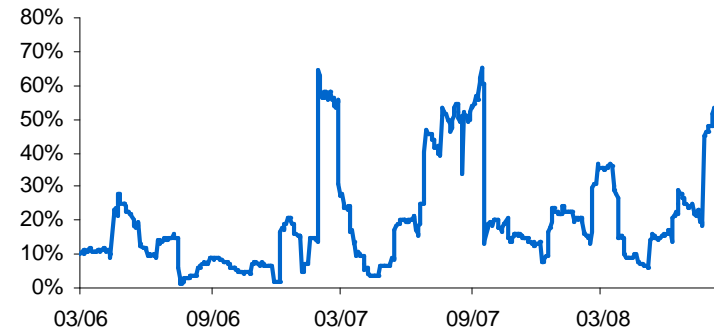
Sensibilité modérée aux contractions de liquidité

Bonne gestion des risques extrêmes depuis la crise

Dynamic Style VaR (1 mois, 95%)



Indicateur d'illiquidité



	Nombre de fonds	Plus mauvais tiers	Tiers médian	Meilleur tiers	Dispersion (T3-T1)	Performance positive	Performance >-5%
Managed Futures	202	-2.5%	9.1%	24.9%	27.4%	83%	91%
Equity Market Neutral	83	-16.1%	-1.8%	9.9%	26.0%	39%	64%
Fixed Income Arbitrage	75	-21.0%	-3.8%	5.5%	26.6%	33%	57%
Global Macro	103	-19.8%	-6.3%	6.2%	26.0%	25%	45%
Event Driven	117	-28.9%	-6.7%	2.9%	31.8%	22%	44%
Multi-Strategy	250	-26.9%	-6.9%	7.7%	34.6%	25%	42%
Fund of Funds	620	-17.5%	-7.6%	0.6%	18.1%	16%	35%
Convertible Arbitrage	29	-22.5%	-10.9%	3.9%	26.4%	17%	21%
Long/Short Equity Hedge	617	-28.5%	-11.1%	2.2%	30.8%	19%	31%
Emerging Markets	127	-43.0%	-25.0%	-4.7%	38.2%	7%	13%
Total	2223	-22.5%	-7.6%	4.7%	27.3%	25.7%	41.3%

Note : les 2223 fonds ayant reporté leur performance de septembre au 08/10/2008 représentent environ un tiers de la base TASS.

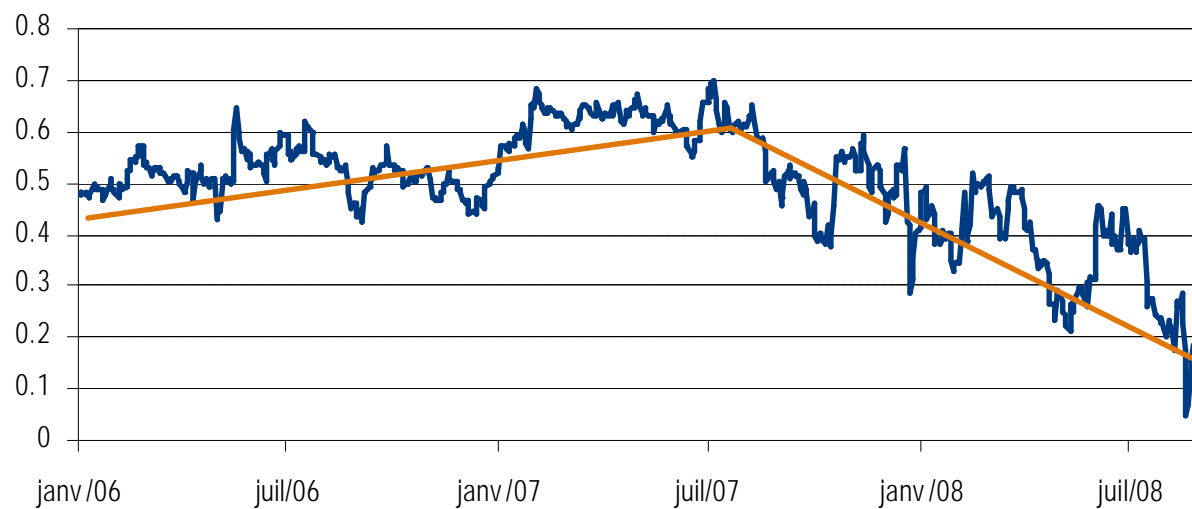
Sources : TASS, NATIXIS

La performance absolue est toujours présente

Hétérogénéité des performances
au sein des différents styles
d'investissement

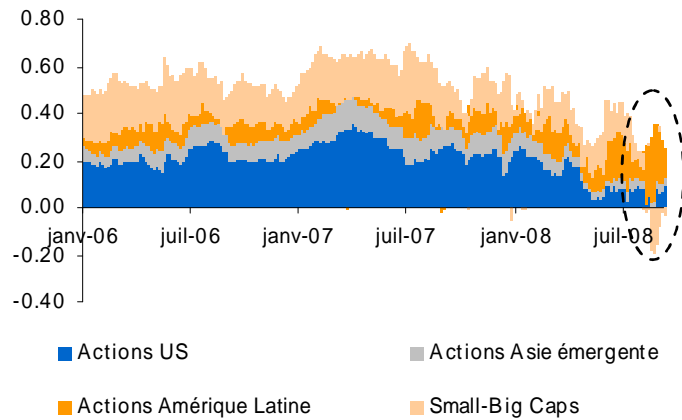
L'impact de la crise actuelle, au-delà des contre-performances de l'industrie

Graphique 5 : Exposition nette totale des fonds Long/Short Equity

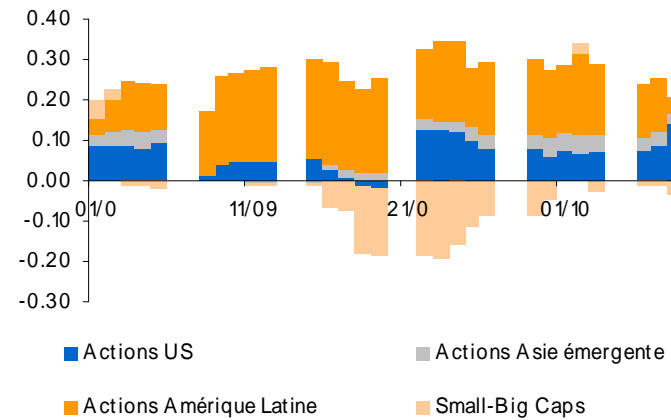


Source : Natixis

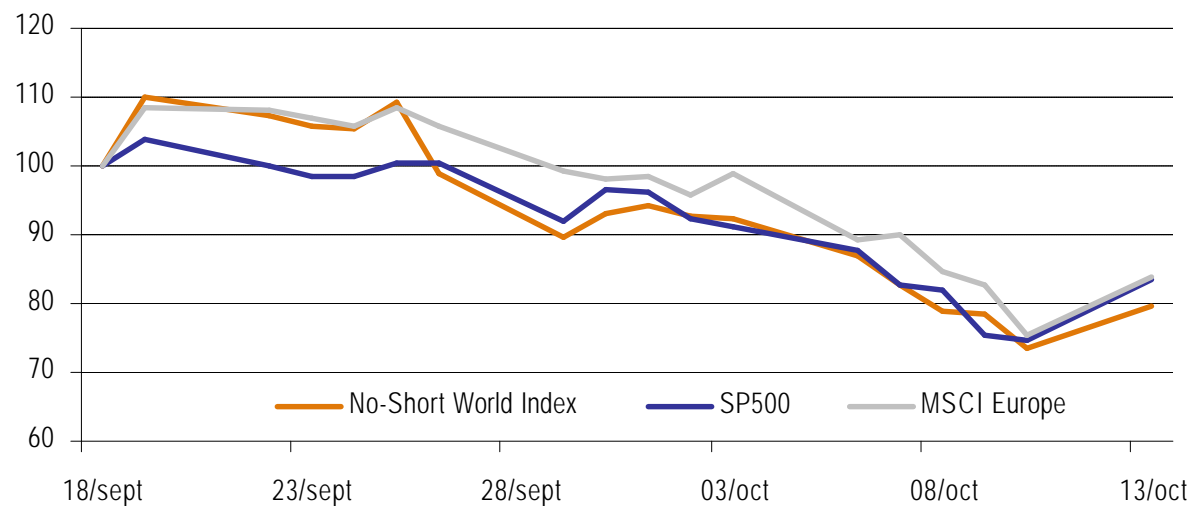
Graphique 3a : Expositions de l'indice HFRX Equity Hedge



Graphique 3b : Expositions de l'indice HFRX Equity Hedge (septembre/octobre 2008)



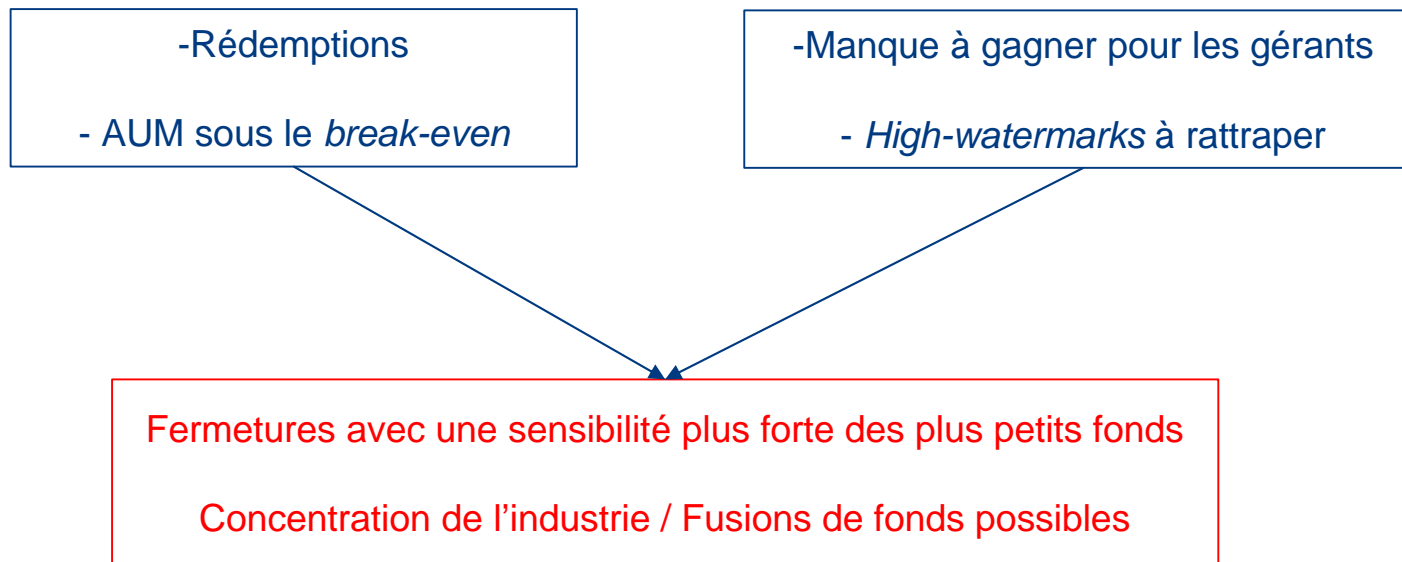
Graphique 4 : Performance des titres sur lesquels les ventes à découvert ont été suspendues



Sources : Datastream, Bloomberg

-Flux sortants attendus d'ici la fin de l'année (fenêtres du 31/10 et du 15/11)
- Activation possible de *gates*

Net Asset Flows Q2 2008				
	Entrées (Mns USD)	Sorties (Mns USD)	Flux Nets (Mns USD)	% Change
Convertible Arbitrage	598	-1 059	-461	-1%
Dedicated Short Bias	184	-134	50	1%
Emerging Markets	2 914	-3 049	-136	0%
Equity Market Neutral	2 277	-1 622	655	1%
Event Driven	6 871	-7 610	-739	0%
Fixed-Income Arbitrage	1 509	-1 826	-317	0%
Global Macro	8 074	-2 391	5 683	4%
Long/Short Equity	7 993	-15 129	-7 135	-2%
Managed Futures	7 852	-2 203	5 649	4%
Multi-Strategy	7 126	-6 347	779	0%
Total	45 397	-41 369	4 028	0%



Paysage du premier semestre 2009

- Industrie fortement déléveragée
- Vague de rédemption absorbée
- Forte dispersion des marchés, misspricing important : opportunités très nombreuses
- Perspectives idéales pour les stratégies d'arbitrage avec moins de besoins en levier : moins de sensibilité à la liquidité
- Ecart entre les valorisations et les fondamentaux : très positif pour les stock pickers

Même en l'absence d'un recovery massif sur les actifs risqués ou de persistance de la contraction de l'accès à la liquidité, les stratégies d'arbitrage peu léveragées profiteront du nouvel environnement

- La question de la **réglementation** de l'industrie
- **Encadrement du lien *prime brokers* / hedge funds**
- **Diversification du risque de contrepartie** pour les gérants
- Davantage de **liquidité, de transparence**, de communication
- **Vers une remise en cause du modèle fonds de fonds ?**
- **La question des ventes à découvert et le débat sur l'impact potentiel des hedge funds sur les marchés**

Contact

Guillaume Monarcha
Recherche Hedge Funds / Quantitative

guillaume.monarcha@natixis.com

Tel: +33 (0) 158 551 494