



Juillet 2010

Le 20 août 2010

### Stratégies Actions

#### Long/Short Actions

##### *Etats-Unis*

Les marchés actions US ont rebondi au mois de juillet après deux mois consécutifs de lourdes pertes. La progression du S&P 500 a atteint les 6.9% au cours du mois, mais malgré cela, la performance est nulle depuis le début de l'année. Les investisseurs semblent incapables d'avoir un avis ferme sur la reprise de l'économie américaine. Cela a entraîné une volatilité importante sur les marchés, le cours des actions ne suivant pas une tendance établie. Cependant, les actions ont été soutenues au cours du mois par la publication des résultats des entreprises au second trimestre meilleurs que prévus. En outre, les craintes sur la situation budgétaire en Grèce et les PIIGS se sont apaisées notamment grâce aux engagements de ces pays à prendre des mesures d'austérité, donnant ainsi un peu de réconfort aux investisseurs et rendant peut probable les craintes d'une épidémie financière en provenance de l'Europe. De plus, les résultats plutôt favorables des stress tests sur les banques européennes n'ont pas inquiétés.

Au niveau des secteurs, les Matériaux affichent une performance de +11.9%, celui de l'Industrie +10.1% et celui de l'Energie +8.3%, suite aux bons résultats des sociétés très sensibles au niveau d'activité économique. A contrario, le secteur de la Santé a terminé avec une performance de seulement +1%. Quant au pétrole, son prix a considérablement augmenté, notamment à cause d'une hausse de la demande et de l'anticipation de la reprise de la croissance mondiale.

Actuellement, les investisseurs américains sont préoccupés par la dissipation des effets du plan de relance US, d'autant plus que le chômage reste à près de 10% et que les salaires ne connaissent pas d'amélioration notable. En réalité, c'est la déflation qui fait peur aux investisseurs, et avec des taux d'intérêt américains toujours au plus bas, la Fed aurait beaucoup de mal à lutter contre un tel scénario – surtout si la croissance économique continuait de stagner.

Bien que les fondamentaux continuent de s'améliorer pour bon nombre d'entreprises, il existe toujours une certaine incertitude concernant le second trimestre de l'année. Les investisseurs doivent également composer avec les événements qui se déroulent hors des États-Unis, dont certains pourraient avoir un impact important sur les entreprises américaines. En effet, l'Europe n'est pas encore totalement sortie de sa mauvaise passe et la Chine continue de maintenir un équilibre fragile en ralentissant la surchauffe du marché immobilier sans étouffer la croissance de son économie.

Au mois de juillet, notre gérant actions Long/ Short spécialisé sur le secteur des Transports a affiché de bons résultats car il continue d'avoir comme conviction forte que de nombreuses entreprises de ce secteur ont des revenus importants et des perspectives de croissance favorables pour le reste de l'année, tout en restant nettement sous-évaluées par le marché. Ses contacts réguliers depuis le début de l'année avec les équipes de gestion de ce secteur lui a permis de discerner que ces entreprises se portent nettement mieux que ce qu'en disent les évaluations de leurs actions par les analystes. Il suit donc de près les indicateurs économiques liés aux échanges de biens par rail, route, mer ou air.

Cela explique pourquoi ce gérant, tout au long de l'année, a eu tendance à être plus optimiste que les autres sur la reprise de la croissance économique mondiale et a été en mesure de capitaliser (c.-à-d. d'acheter à bas prix et d'accroître leurs positions), notamment au moment où les facteurs macro-économiques étaient dominants et que l'amélioration des fondamentaux des sociétés était ignorée. En conséquence, ce gérant a sensiblement surperformé l'indice S & P 500 depuis le début de l'année.

L'activité en fusions/acquisitions et introductions en Bourse reste soutenue, avec \$ 29 mds de transactions aux USA, et fournit de bonnes opportunités aux gérants «Événement-fusion».

##### *Asie*

Les marchés boursiers mondiaux ont accéléré en juillet malgré les incertitudes européennes et les préoccupations persistantes d'une double récession. L'indice MSCI AC Asie Pacifique a été en hausse de 5,6% avec une dispersion importante entre les pays. L'Inde est restée à la traîne avec des performances proches de

0 ou légèrement positive tandis que les marchés chinois ont enregistré des gains de plus de 10%. Et bien que la croissance économique chinoise ait continué de ralentir, les marchés se sont appréciés avec la réduction des prévisions de resserrements de l'économie. La performance en juillet a été réalisée avec des volumes de transactions faibles. Certains fonds communs de placement sur le marché chinois auraient des soldes de trésorerie équivalents à 30% de leurs actifs sous gestion. Cela prouve bien que le marché a encore besoin de bonnes nouvelles avant d'opter pour un rallye plus durable. Concernant les expositions de leur fonds, nos gérants se situent entre 10% et 30% net long, avec une exposition brute de près de 100.

### Europe

Juillet fut un mois de forte reprise sur les marchés européens: l'indice MSCI Europe a terminé le mois avec une performance de +4,9%. Dans ce contexte, nos gérants actions Long/Short ont affiché des performances positives.

La dispersion entre les secteurs et les pays est restée élevée – les secteurs les plus risqués arrivant en tête. Le secteur bancaire en particulier a connu un rebond considérable (+14,7%) après l'annonce de résultats positifs des stress-tests et l'assouplissement de certaines règles de Bâle, que l'on pensait initialement plus dure envers le secteur. Cependant, nos gérants sont restés relativement prudents sur le secteur des bancaires en raison de sa forte volatilité et du risque inhérent, bénéficiant par conséquent dans une moindre mesure du rebond des marchés. Le deuxième secteur le plus performant sur le mois a été celui des Assurances (+8.2%), suivi par celui des Ressources Naturelles (+7.5%). Les secteurs défensifs ont été à la traîne, comme celui de la Santé (-5,5%) tandis que celui de la Distribution a reculé de 1,1%.

Quant aux pays, l'Espagne a connu un rebond très fort en juillet car les investisseurs se sont tournés vers les zones les plus risqués du marché (+13,3%). Les petites capitalisations ont également rebondi fortement (+6%). Les performances de nos gérants ont été très étalées sur le mois, du négatif au positif. Ceux qui ont connu un fort rebond avaient soit un biais sur les financières, soit un véritable positionnement net long. Notre fonds spécialisé sur le secteur des financières a pris une position importante net long fin juin et a donc bénéficié pleinement de la hausse. Un de nos fonds Evénements-Fusions a connu une performance négative en raison d'un rebond inattendu sur certaines de ses positions vendeuses sur l'Espagne. Nos gérants ont augmenté à la marge leur exposition brute après les résultats des entreprises meilleurs que prévus et la baisse des craintes macro-économiques. Ils restent toutefois modérés, du fait des faibles volumes d'échange sur les marchés. Par ailleurs, le nombre de fusions-acquisitions en Europe a été limité comme c'est traditionnellement le cas en été. Toutefois, il y a eu un certain nombre d'offres : Tomkins a reçu une offre d'Onex Corporation et Canada Pension Plan Investment Board ; Reckitt a fait une offre sur SSL International. Il y a aussi eu une activité de pré-fusion avec GDF Suez qui pourrait acheter International Power.

## Stratégies de Taux et de Valeur Relative

### L/S & Arbitrage Taux et Devises

Les gérants Taux et Devises ont affiché des performances légèrement positives en juillet, car les gains sur les positions de valeur relative sur les obligations et la volatilité ont été effacés par des pertes sur les positions macro et sur les devises. Les dichotomies macro-économiques ont été exacerbées au cours de l'été avec la détérioration de l'économie américaine (faibles statistiques d'emploi et de consommation), la reprise dans quelques grandes économies d'Europe (Allemagne, Royaume-Uni), une croissance ralentie en Chine et au Brésil et une accélération de la croissance en Inde et à Singapour.

La partie courte de la courbe des taux a progressé avec le recul des craintes sur la liquidité interbancaire. La partie intermédiaire des courbes a surperformé (en anticipant une politique de taux bas par la Fed sur les 2 prochaines années), alors que la couverture du risque de convexité a supporté le rallye. Les spreads de swaps et Libor/OIS ont continué à se détendre avec le recul de l'aversion au risque.

Nos fonds d'arbitrage sont positionnés afin de profiter de taux durablement bas dans le monde développé (à travers des produits de taux liquides et des stratégies de volatilité), d'une surperformance des taux, des devises et de la volatilité dans les pays émergents et d'une accélération des demandes de remboursements anticipés d'emprunts hypothécaires aux USA après la baisse récente des taux longs.

### Long/Short Crédit

Les gérants Long/Short Crédit ont généré des performances négatives en juillet car ils étaient positionnés pour un environnement baissier. Les indices Barclays « Cash High Yield » et « Investment Grade » ont performé de 3.46% et 1.92% respectivement, alors que les indices de spreads européens High Grade et Crossover se sont resserrés respectivement de 131 à 105 pbs et de 585 à 479 pbs. Nos fonds L/S Crédit les plus tactiques ont réduit leurs positions vendeuses pour terminer le mois modestement longs et ont augmenté les positions individuelles. Dans le même temps, les gérants crédit plus fondamentaux deviennent plus prudents sur les marchés obligataires après la récente progression. Cependant, ils partagent l'argument que la variabilité des vues à court terme opposée à des fondamentaux de long terme négatifs (déséquilibre mondial structurel), vont créer un environnement de volatilité persistante et des opportunités attrayantes.

### Arbitrage de structure du capital

Les fonds d'arbitrage de structure du capital ont affichés des performances positives en juillet grâce à la progression des actifs risqués.

Les positions d'obligations convertibles ont bénéficié de souscriptions d'investisseurs dans les fonds spécialisés, car ces actifs procurent une couverture intéressante par rapport aux actions. L'un des nos gérants a tiré profit d'une cherté relative des actions contre le crédit entre mi-juin et la publication des « stress tests » fin juillet, consécutive à la crise des dettes souveraines en Europe.

## Stratégies Macro et Trading

### Global Macro

Les gérants Global Macro ont enregistré des performances négatives et ont été surpris par le puissant rallye de la plupart des actifs risqués. Ce mouvement a été généré par les résultats des stress tests des banques européennes au cours de la dernière semaine de juillet (seules 7 des 91 banques n'ont pas réussi les tests, avec seulement 3.5 mds € de capital manquant), ainsi que par des solides résultats d'entreprises et un soulagement des tensions sur les souverains en Europe.

Les actions ont beaucoup progressé et la volatilité s'est nettement réduite : le Vix a baissé de 31% de 34.5 à 23.5. Les Treasuries ont bien résisté avec le 10 ans de l'Etat américain à 2.91% (en baisse de 3 pbs).

Les principales pertes sont dues à l'envolée de l'Euro contre le dollar US (+6.6% à 1.30) et au fort rebond des métaux de base (cuivre en hausse de 12.2% et aluminium de 10.9%). La forte reprise du prix du pétrole était également difficile à capter : le prix du WTI a décliné nettement sur les 2 premiers jours de juillet à 72.60\$/baril au plus bas, avant d'accélérer progressivement vers 78.95\$ (+8.75%) à la fin du mois.

### Trading Systématique

Les fonds de trading systématique basés sur les stratégies de suivi de tendances à moyen/long terme ont réalisés de mauvaises performances en juillet. Néanmoins, les fonds de trading "haute fréquence" et d'arbitrage statistique sont positifs.

En ce qui concerne le moyen/long terme, les pertes proviennent de retournements significatifs de tendances sur certains actifs. Les pires secteurs sont les indices actions en raison de la forte hausse des actions et les devises, car la tendance établie depuis début 2010 sur l'Euro et la Livre contre l'US dollar s'est retournée.

Pour l'arbitrage statistique, juillet a été un mois de normalisation des conditions de marchés, soutenues par une bonne saison pour les résultats des entreprises. Dans cet environnement en amélioration, l'apport des composants techniques a été mitigé, alors que les composants liés aux fondamentaux ont pleinement contribué à la diversification avec une performance clairement positive.

Sur l'horizon court terme, malgré des marchés calmes, la dimension "haute fréquence" a performé de manière systématique et positive tout au long du mois.

*HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente ni une recommandation d'investissement. .*