

# Janvier à avril 2019

Mercredi, 06/19/2019

Après un quatrième trimestre 2018 éprouvant, nous avons assisté à l'un des meilleurs débuts d'année pour les hedge funds depuis 2006.



**Cédric Vuignier**  
Head of Liquid Alternative Investments



**Christophe Campana**  
Senior Analyst

- Un des meilleurs débuts d'année pour les hedgefunds depuis 2006
- Après un T4 2018 difficile, les spreads de crédit se sont resserrés et les marchés actions ont progressé sans discontinuer pendant quatre mois consécutifs début 2019
- Les fonds Trend Following ont été les plus performants sur la période, profitant des fortes tendances haussières sur les marchés obligataires et actions
- Les tensions commerciales ont continué de peser sur les opérations de fusions-acquisitions
- Les fonds d'arbitrage obligataire et de volatilité déploient pleinement le risque
- La dispersion de la volatilité devient un thème récurrent dans les stratégies d'allocation



## SITUATION À CE JOUR

Le secteur des hedge funds a connu un début d'année parmi les plus porteurs depuis 2006 grâce à Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale. En général, les hedge funds ont du mal à gérer les reprises très rapides (courbe en « V ») sur les marchés actions. Cependant, la reprise entamée depuis le 24 décembre a duré assez longtemps pour que les gérants de fonds actions déploient à nouveau le risque, et cela a également un effet porteur pour les fonds Trend Following. Les fonds Market Neutral et d'arbitrage de volatilité ont été quelque peu malmenés sur la période, en raison, respectivement, des rotations factorielles et sectorielles et de la compression de la volatilité.

Notre stratégie phare non corrélée – qui privilégie la valeur relative et les stratégies macro – était en forte progression en janvier, après un mois de décembre exceptionnellement positif et une performance annuelle positive. Les gérants Relative Value ont profité des perturbations et des opportunités dues aux tensions du T4 2018. Il n'est donc pas surprenant qu'elle ait été nominée parmi les meilleurs fonds de hedge funds pour le prix HFM European Hedge Fund Performance Award 2019.

Notre vision pour la stratégie n'a pas changé. Le portefeuille est toujours conçu pour profiter de niveaux de volatilité plus élevés. La faible volatilité des derniers mois ne devrait, espérons-le, pas durer, avec des tensions persistantes à travers le monde, une croissance moins soutenue que prévu et une liquidité moindre sur les marchés – principalement sur celui du crédit. Par conséquent, nous ne prévoyons pas de modifier de façon significative l'allocation pour cette stratégie dans un avenir proche, mais nous pensons diversifier l'allocation pour l'arbitrage obligataire – en particulier l'arbitrage des titres adossés à des créances hypothécaires émis par les agences gouvernementales américaines.

Nous expliquons notre approche concernant la volatilité à la fin du présent document.

## MACRO

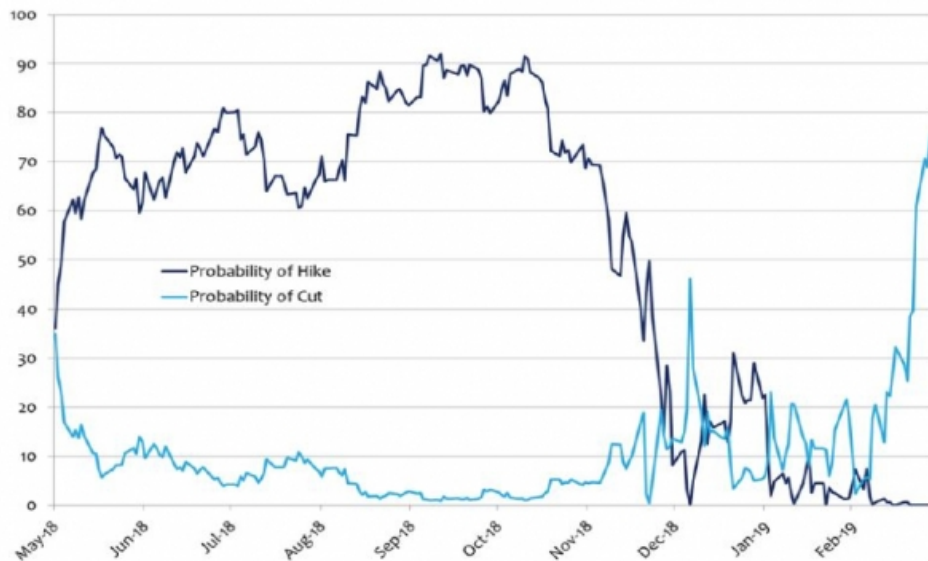
Le début de l'année 2019 a été globalement très préjudiciable aux gérants Discretionary Global Macro. Cette mauvaise performance n'est pas un fait nouveau et dure depuis trop longtemps. De nombreux investisseurs s'impatientent et réduisent leurs allocations. Néanmoins, nos gérants ont bien résisté, en se montrant tactiques en matière de trading et en déployant un faible risque. L'allocation ne fait cependant pas consensus. La plupart continueront de se montrer extrêmement prudents dans les mois à venir, car ils ne parviennent pas à expliquer le rebond des marchés actions et à avoir une lecture claire des fondamentaux.

Après deux mois de forte hausse sur les marchés actions, le mois de mars a été marqué par des inquiétudes croissantes sur la croissance mondiale, l'inversion de la courbe des taux aux États-Unis et une Fed au ton accommodant, ce qui renforce les craintes d'une éventuelle récession américaine. Notamment, la stratégie des obligations à long terme a été récompensée et les suiveurs de tendances ont été en mesure d'obtenir de bons résultats, tandis que les gestionnaires macroéconomiques systématiques, en particulier ceux axés sur le court terme, l'ont également fait, mais sur une base d'actifs plus diversifiée. La stagnation des marchés actions a été de courte durée, avec une forte reprise en avril. Les fonds Trend Following ont ainsi profité de leur exposition longue, tandis que les gérants Discretionary ont connu des performances plus atones.

## Nos perspectives

Nos perspectives pour les composantes Discretionary et Systematic restent inchangées. Nous réitérons notre préférence pour l'allocation Relative Value et les horizons de trading à plus court terme pour les gérants Systematic. Néanmoins, une Fed plus accommodante que prévu pourrait prolonger le cycle haussier sur les marchés actions et du crédit et profiter aux gérants Discretionary.

Les investisseurs anticipent désormais une baisse des taux en 2019, avec une probabilité de 80 %



Source

Bloomberg. Données de mai 2018 à avril 2019

## EQUITY HEDGE

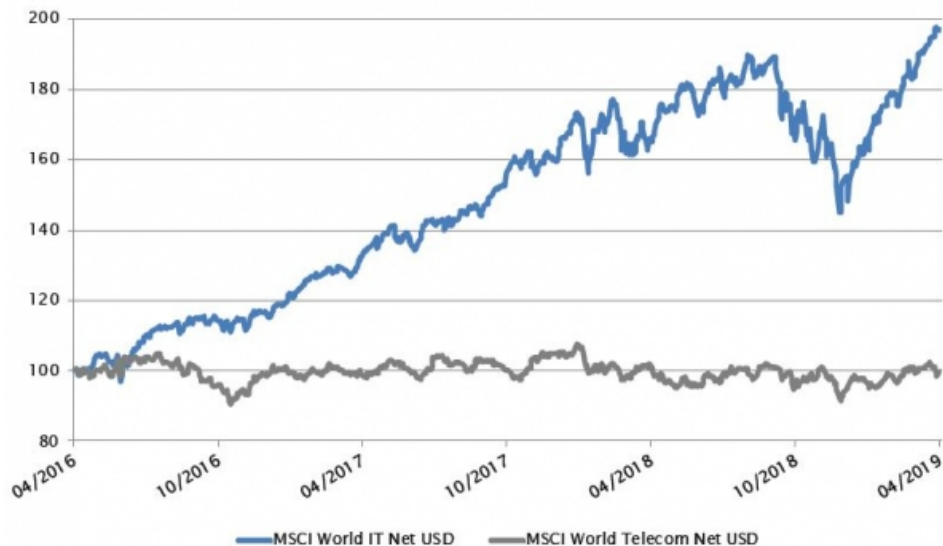
Après un T4 2018 difficile pour les marchés actions, le début de l'année 2019 a été haussier – les marchés actions ont enregistré quatre mois de progression ininterrompue. Les secteurs les plus performants à l'échelle mondiale ont été l'informatique, les biens de consommation cyclique, les valeurs industrielles et les services de communication – le secteur nouvellement créé qui comprend des entreprises telles que Facebook, Alphabet et Netflix.

La première phase de la reprise en V a eu un effet mitigé sur les gérants Equity Long/Short. Nombre d'entre eux avaient réduit leurs expositions nettes et brutes dans les derniers mois de 2018 et n'ont donc pas pu profiter pleinement du rebond soudain. La plupart des gérants ont cependant adapté rapidement leurs portefeuilles au nouvel environnement et augmenté le risque à travers un plus fort effet de levier et une exposition plus importante au marché. La tendance haussière a été accentuée par la nécessité de couvrir un grand nombre de positions courtes, ce qui a favorisé les gérants avec une position nette acheteuse plus marquée. Malheureusement, au même moment, les gérants Defensive ont laissé les gérants Growth prendre les devants dans cet univers, avec des fonds Hit Quant Multi-Factor Market Neutral qui intègrent dynamique et rotation des styles dans leurs modèles.

## Nos perspectives

De nombreux gérants Equity Long/Short ont réajusté leurs portefeuilles aux meilleures conditions de trading en augmentant leur exposition brute et nette. Nous prévoyons une année très tactique avec de possibles soubresauts sur les marchés, ce qui favoriserait les gérants en mesure d'ajuster rapidement l'exposition au marché et le risque.

Pas d'homogénéité dans le secteur TMT sur les 3 dernières années : les valeurs technologiques doublent, les télécoms stagnent



Source  
SYZ Asset Management, Bloomberg. Données d'avril 2016 à avril 2019

### EVENT-DRIVEN

Au cours des quatre premiers mois de l'année, les stratégies Event-Driven ont affiché une bonne performance dans un contexte de reprise des marchés actions. Certaines stratégies ont été malmenées au milieu de la période, comme les fonds Distressed/Restructuring, en particulier ceux exposés aux marchés émergents.

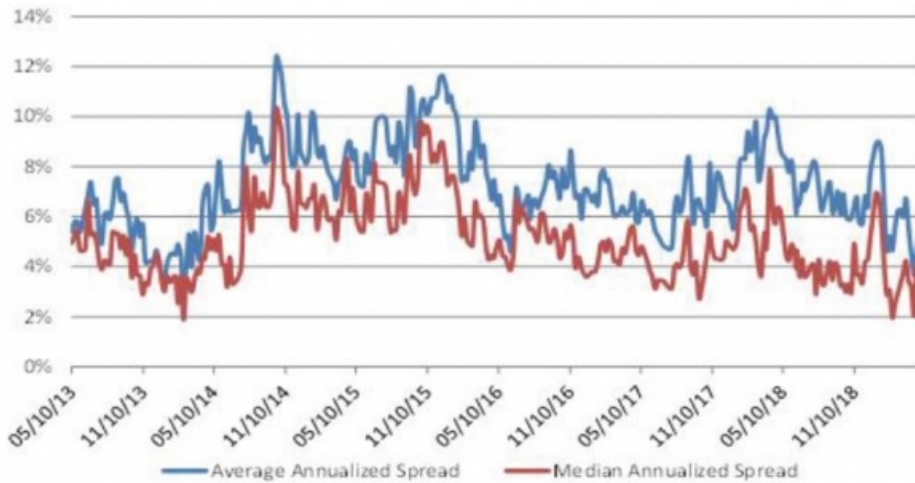
La stratégie Activism a été la plus performante dans cet univers, les gérants avec des expositions très concentrées et longues nettes sur les marchés actions ayant réussi à tirer parti d'une bonne partie du rebond des actions. Les gérants Activism étaient particulièrement exposés aux secteurs les plus performants sur la période, tels que la consommation cyclique, l'informatique et la finance.

Les stratégies Merger Arbitrage ont signé les moins bonnes performances – même si elles restent positives – de cet univers sur la période considérée. Un environnement particulièrement défavorable, les faibles volumes d'arbitrage de fusions les niveaux serrés des spreads – inédits depuis fin 2013 – ayant incité les gérants à continuer de diminuer l'effet de levier global, ce qui a réduit encore davantage le potentiel de rendement. Contrairement au T4 2018, la stratégie n'a pas été impactée par l'échec d'opérations de grande envergure.

### Nos perspectives

Les entreprises restent prudentes en matière de fusions-acquisitions, ce qui a limité les volumes et les opportunités pour les fonds d'arbitrage de fusion. Avec un effet de levier plus faible, nous ne pensons pas que les gérants seront en mesure de générer des rendements intéressants dans cet environnement de spreads serrés. Nous restons prudents à l'égard des stratégies favorisant les positions longues, comme Activism, car l'incertitude entourant le Brexit et les tensions sino-américaines pourraient nuire aux marchés actions.

## Spread excédentaire médian annualisé sur les opérations de fusions-acquisitions



Source

Bloomberg, UBS. Données d'octobre 2013 à avril 2019

### RELATIVE VALUE

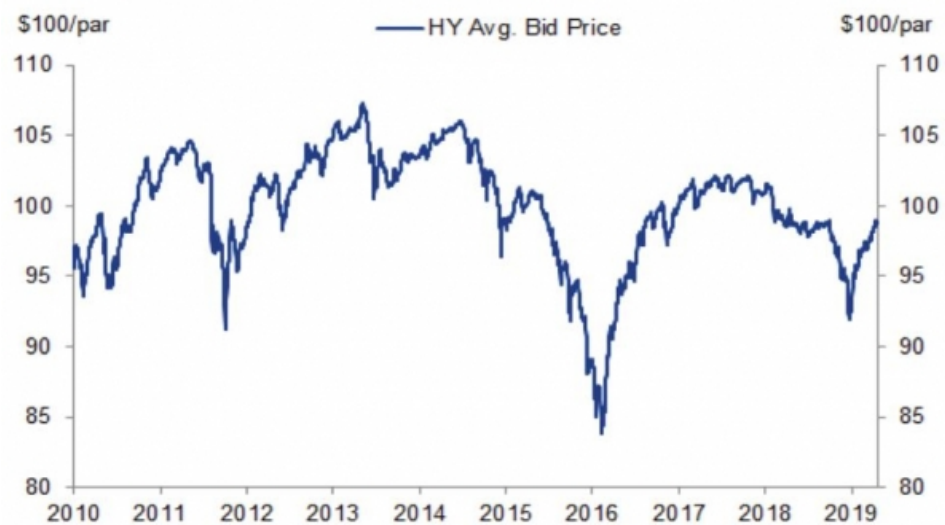
Après l'une des pires années pour le crédit depuis longtemps, les quatre premiers mois de l'année ont été marqués par un fort resserrement des spreads, ce qui a permis aux gérants ayant un bêta plus élevé d'enregistrer de solides performances – en particulier sur les tranches de rang inférieur. Ainsi, même avec de faibles budgets de risque, les gérants ayant une exposition brute plus élevée ont enregistré une bonne performance, tandis que les gérants ayant une exposition neutre au marché du crédit ont légèrement sous-performé.

Le positionnement est resté spécifique, mais nous avons constaté une concentration croissante dans les secteurs de la santé et des technologies de l'information chez les gérants spécialisés dans l'arbitrage d'obligations convertibles américaines. Comme en 2018, les stratégies d'arbitrage obligataire se sont bien comportées, grâce à une exposition complète au risque qui a été possible grâce à une réaffectation d'une partie du risque de base de l'Allemagne vers les États-Unis et une augmentation de l'allocation aux « swap spreads ». Le bilan pour l'arbitrage de volatilité est plus complexe. La faible volatilité et le rebond des marchés actions sont préjudiciables aux gérants spécialisés dans l'arbitrage de primes de volatilité, car la couverture est trop coûteuse, mais les stratégies axées sur les taux et la dispersion des actions américaines ont bien résisté.

### Nos perspectives

Nous avons continué à diversifier notre allocation en faveur des stratégies de Capital Arbitrage et nous avons ajouté des gérants Long Vega avec des coefficients thêta ne baissant pas trop rapidement – pour atténuer l'impact des corrections les plus importantes sur les marchés actions. L'arbitrage d'obligations convertibles est notre moyen privilégié de conserver une certaine directionnalité dans nos portefeuilles défensifs.

## Cours acheteur moyen sur l'indice High Yield



Source

Bloomberg Barclays, Haver Analytics, Goldman Sachs Goldman Investment Research. Données au :  
Avril 2019

## NOS CONVICTIONS

### La volatilité se normalise : Comment naviguer dans cet univers

La volatilité est un domaine de niche et difficile à appréhender en raison de sa complexité intrinsèque, mais cet univers est devenu un sujet de discussion récurrent depuis février 2018. Le 5 février 2018, l'indice VIX (mesure en temps réel des anticipations du marché concernant la volatilité future des marchés actions américains) a connu sa plus forte variation historique sur une journée et a bondi d'un peu plus de 110 % pour atteindre 50. Par la suite, le XIV (inverse du VIX) s'est effondré, et positions courtes sur la volatilité pour environ 3,2 milliards de dollars ont été réduites à néant, entraînant des pertes d'environ 2 600 milliards de dollars dans le S&P 500 (dont 1 000 milliards le jour même où le XIV a implosé). Les événements de février 2018 ont rappelé à tous que les mouvements sur cette relativement modeste « classe d'actifs » qu'est la volatilité peuvent avoir un impact sur les marchés en général.

La volatilité des actions américaines reste assez faible actuellement. Pour comprendre la situation actuelle, nous pouvons identifier différentes périodes dans l'évolution de la volatilité. Avant 2008, la volatilité peut être décrite comme « normale », la demande de couverture des acteurs du marché augmentant et baissant de façon cyclique. Puis, de 2012 à janvier 2018, nous avons connu une volatilité relativement plus modérée, même si la volatilité réalisée a atteint un seuil plancher au cours de l'été 2017 et a connu des pics importants (quoique de courte durée).

En tant que gérants de portefeuille expérimentés, nous sommes bien conscients de la nécessité d'établir la distinction entre les opportunités de négociation et la réalité des marchés. Nous sommes donc tactiques dans notre allocation à la volatilité et disposons de différents outils pour performer dans cet univers, principalement sur quatre styles : risque extrême, « long vol », valeur relative et « short vol ».

La couverture des risques extrêmes a souvent un impact sur le thêta et il est difficile de décider du meilleur moment pour la mettre en œuvre. Nous en avons fait l'expérience au fil des ans et, de façon générale, nous évitons désormais ces stratégies. Les problèmes liés aux positions courtes sur la volatilité ont déjà été mentionnés et c'est par conséquent un type d'exposition que nous cherchons à éviter, même si certains de nos gérants peuvent avoir recours (et ont recours) de façon temporaire à ce positionnement « short vol ».

Nous appliquons cependant fréquemment des stratégies de valeur relative (pour une partie importante de nos portefeuilles) et, sur une base opportuniste, des stratégies « long vol ». La première vise un rendement stable non corrélé, et est une source de diversification, tandis que la seconde vise à générer des rendements positifs avec un bêta négatif. En particulier, nous apprécions les gérants Relative Value en raison de leur allocation dynamique entre les différentes classes d'actifs et stratégies au niveau mondial.

Comme il existe de nombreuses approches pour s'exposer à la volatilité, nous aborderons une stratégie pour laquelle nous voyons un champ d'opportunités de plus en plus important : la dispersion. La dispersion cherche à tirer parti des différences de valeur relative des volatilités implicites en prenant une position courte sur un indice et une position longue sur un panier d'actions qui composent l'indice. En raison de la demande de couverture, les options sur indice ont tendance à se négocier avec une prime de volatilité implicite-à-réalisée plus élevée que les options sur actions individuelles. Par conséquent, la corrélation implicite se négocie généralement avec une prime par rapport à la corrélation réalisée.

La dispersion fonctionne généralement bien en période de segmentation du marché, de variations temporaires dans la corrélation entre les actifs et quand il y a des actualités spécifiques à des actions. En général, les environnements les plus favorables à la dispersion sont ceux où la volatilité augmente et demeure élevée, comme en 1999, 2000, 2008 et au T4 2018. En ce qui concerne 2018, bien que la volatilité ait été plus élevée qu'en 2017, il convient de noter que celle-ci était encore légèrement inférieure à la moyenne du VIX sur 20 ans (avant 2017 et en excluant 2008) d'environ 18.

Suite à l'effondrement du XIV en février 2018, les marchés actions américains pourraient revenir à une volatilité plus « normale » selon les normes historiques. On pourrait soutenir, par exemple, que le XIV a contenu de façon artificielle la volatilité des actions américaines. En outre, si la volatilité a généralement été limitée par les programmes d'assouplissement quantitatif, le consensus penche pour une hausse continue de la volatilité à mesure que l'effet « put » de l'action des banques centrales s'amointrit.



## Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-incluses. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.