ALTERNATIVE INVESTMENTS INSIGHTS

Janvier à avril 2017

Vendredi, 06/02/2017

L'ensemble des stratégies de hedge funds ont démarré l'année de manière positive. Les marchés internationaux ont enregistré des gains robustes sur fond d'amélioration globale de la confiance des entreprises et des ménages.

Cédric Vuignier
Head of Liquid Alternative Investments

- Performance positive des hedge funds jusqu'ici en 2017
- Macro: Performances contrastées, les CTA butent sur les matières premières
- Actions: Bonnes performances de manière générale, forte progression des petites capitalisations et des géants technologiques
- Event Driven: Confiance élevée des CEO face à l'apaisement des craintes macroéconomiques
- Relative Value: le faible niveau du VIX est propice aux stratégies non directionnelles
- Big Data, apprentissage automatique: de quoi s'agit-il?

Perspectives des stratégies

SITUATION À CE JOUR

L'ensemble des stratégies de hedge funds ont démarré l'année de manière positive. Les marchés internationaux ont enregistré des gains robustes sur fond d'amélioration globale de la confiance des entreprises et des ménages. De fait, c'est la première fois depuis la crise financière que nous observons simultanément une croissance solide aux Etats-Unis, en Europe et en Asie. Indéniablement, la promesse du président Trump d'abaisser les impôts et d'investir dans les infrastructures a donné une impulsion considérable au rebond des marchés actions. La Réserve fédérale a également relevé ses taux d'intérêt en écho aux données confirmant l'amélioration de l'environnement économique.

Bien évidemment, en dépit de ces bons chiffres, le risque reste au cœur de nos échanges avec les gérants de hedge funds et pour favorables que puissent se montrer leurs perspectives, bon nombre d'entre eux jugent la Fed susceptible d'enrayer la dynamique si elle venait à relever ses taux trop rapidement. Le risque politique demeure élevé sachant que le président Trump doit tenir ses promesses pour satisfaire les marchés.

Bien que les gérants de hedge funds soient parvenus à poursuivre leur progression amorcée au 4e trimestre 2016, le manque de volatilité continue d'entraver la performance et reste à ce stade le dernier obstacle empêchant les gérants actifs de tirer pleinement parti des opportunités qui s'offrent à eux. Fait intéressant, c'est précisément ce qui permettra selon nous aux gérants de hedge funds, et à l'ensemble des gérants actifs, de faire la différence. Nous estimons que la diminution des encours sous gestion parmi les gérants actifs, alliée à la normalisation des taux d'intérêt, est susceptible d'accroître la perspective d'un retour à un environnement de marché propice aux styles d'investissement des hedge funds.

MACRO

Les gérants Macro ont enregistré des performances contrastées au cours des quatre premiers mois de l'année. Le thème de la relance a constitué le principal vecteur de performance, reflétant essentiellement les attentes de hausse des actions, de remontée des taux et d'appréciation du billet vert. Si les positions en actions ont porté leurs fruits, celles en devises et dans le secteur de l'énergie ont constitué le plus gros frein, notamment dans le cas des CTA qui ont essuyé des pertes sur leurs positions long sur l'USD ainsi que sur le gaz naturel et le pétrole. En termes de positionnement, les gérants discrétionnaires ont réduit leur exposition au thème de la relance, mais ils restent positifs vis-à-vis de l'USD et ont adopté une approche plus inhabituelle pour structurer leur exposition. Par ailleurs, les fonds systématiques ont souffert durant la période, la majorité des pertes ayant été issues des modèles à moyen terme de suivi de tendance des devises et de l'énergie. La stratégie s'est heurtée principalement à la tendance agitée des marchés et au va-et-vient des positions misant sur la relance. De même que pour les gérants discrétionnaires, le risque était alloué majoritairement aux actions.

Nos perspectives

D'un point de vue macroéconomique, les conditions propices à la stratégie restent en place. La remontée des taux devrait se poursuivre aux Etats-Unis tandis que l'UE et le Japon maintiennent leurs programmes d'assouplissement quantitatif, ce qui devrait favoriser la dispersion entre les différentes classes d'actifs et les devises. Les principaux catalyseurs seront liés à la capacité de l'administration américaine à faire voter la réforme fiscale. En attendant, nous restons préoccupés par la tendance agitée des marchés et conservons notre prédilection pour les stratégies Macro systématiques.

Source
Bloomberg

EQUITY HEDGE

Après une année 2016 difficile, la plupart des gérants se sont nettement redressés cette année, bien qu'ils sous-performent toujours les principaux indices, leurs positions short ayant eu un impact négatif de manière générale. Deux périodes distinctes se sont manifestées: dans un premier temps, la tendance a été dictée par les spéculations sur la relance aux Etats-Unis, puis les fondamentaux l'ont emporté. La volatilité restant faible, les rotations factorielles ont été fréquentes: les petites capitalisations, les titres «value» et ceux à bêta élevé ont surperformé en début d'année puis ont sous-performé les grandes capitalisations liquides de type «growth». Les positions long sur les technologies de l'information, les valeurs financières et la consommation ont généré la majeure partie de l'alpha, les gérants profitant de la rotation sectorielle consécutive à l'élection de Donald Trump pour repositionner leurs portefeuilles ou pour acheter des actions dont les valorisations revenaient à des niveaux attractifs, notamment dans le secteur de la technologie. Les positions short ont nui à la performance alors que tous les marchés progressaient. Cependant, la plus grande dispersion parmi les actions observée vers la fin de la période a offert aux gérants long/short une toile de fond plus favorable. L'opinion positive des gérants vis-à-vis des marchés actions les amène à afficher une exposition brute élevée étant donné qu'ils décèlent des opportunités attractives aussi bien côté long que short.

Nos perspectives

Les gérants actions restent positifs quant au contexte du point de vue de la sélection de titres. Nous restons prudents face aux sommets qu'atteignent les valorisations et privilégions dès lors les gérants qui affichent une faible exposition nette et les spécialistes sectoriels. Nous adhérons également à l'idée que les positions short seront plus avantageuses dans un contexte de hausse des taux.

Source
Bloomberg

EVENT DRIVEN

La première partie de l'année a de nouveau été ponctuée par de nombreux événements sur le front des entreprises et la confiance des CEO a atteint des niveaux inédits depuis la crise financière mondiale. Les volumes dans le domaine de l'arbitrage de fusion ont été conformes à la période précédente et ceux en Europe ont atteint leurs niveaux les plus élevés depuis début 2007. La date fixée pour le rachat de Rite Aid par Walgreens pour 15 milliards de dollars US a expiré en janvier, le feu vert des autorités de la concurrence se faisant toujours attendre. Walgreens a par la suite revu son offre à la baisse et la transaction s'est heurtée aux nombreuses conjectures entourant sa réalisation. Les fonds de type Special Situation ont globalement maintenu, voire accru, leur positionnement long et leurs expositions brutes. Ils ont bénéficié du maintien de la hausse des marchés aux Etats-Unis et en Europe, lié sans doute en partie au faible niveau de la volatilité. Il est difficile d'établir une différence entre les fonds qui se laissent porter par le bêta et ceux qui restent pleinement concentrés sur les catalyseurs associés aux différents titres. Pour rappel, les fonds de crédit Event Driven présentent en général une exposition minime aux taux d'intérêt, sachant qu'ils investissent principalement dans des sociétés à haut rendement endettées qui procèdent à des opérations de refinancement. Ils ont tiré parti du prolongement du cycle et de l'ouverture des marchés primaires aux émetteurs à haut rendement.

Nos perspectives

Les perspectives sont favorables. Le nouveau président français est clairement pro-européen, ce qui apporte une meilleure visibilité sur les politiques à venir, à tout le moins jusqu'aux élections italiennes. L'Union européenne semble vouloir combattre le populisme en mettant en œuvre des politiques sociales. L'élection de Donald Trump est susceptible de favoriser l'activité des entreprises, notamment via la déréglementation et le rapatriement d'importantes quantités de liquidités détenues à l'étranger.

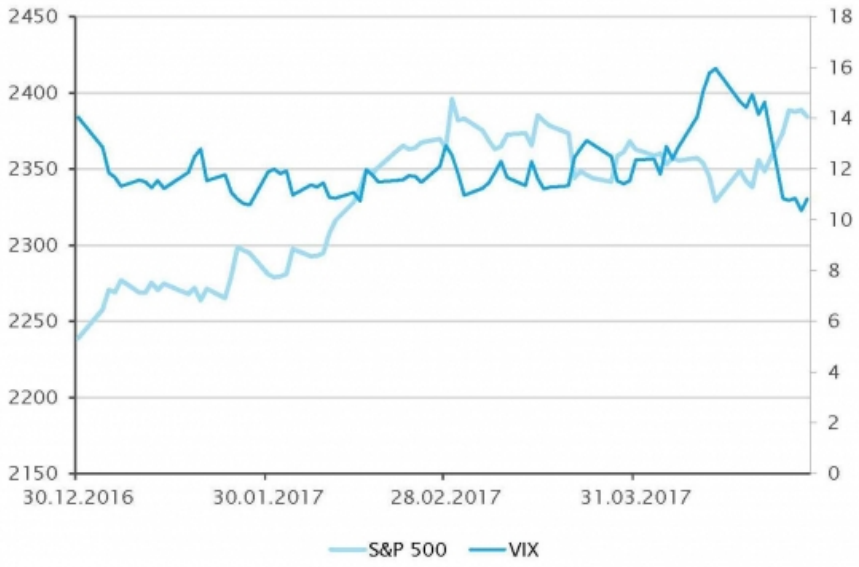
Source
Bloomberg

RELATIVE VALUE

Dans le segment Relative Value, les fonds ont tous enregistré des performances modestes pour la période, le maintien de la faible volatilité des actions ayant profité aux stratégies misant sur un retour vers la moyenne. Bien que les marchés aient été stables en apparence à l'aune du faible niveau du VIX, les conditions pour les stratégies non directionnelles ont été marquées par d'importantes rotations sectorielles et stylistiques qui ont pesé sur la performance, notamment en février. Fait intéressant, le mois de février s'est également montré difficile pour les stratégies d'arbitrage de volatilité en raison de la hausse de la corrélation entre le VIX et l'indice S&P, mais les gérants concernés ont effacé leurs pertes le mois suivant. Les marchés obligataires sont quant à eux restés solides, la quête de rendement au niveau mondial ayant induit un resserrement considérable des spreads. Les gérants ont enregistré des gains parmi les titres les moins bien notés de leurs portefeuilles. Suite à cette forte contraction des spreads de crédit, les gérants demeurent prudents, car les valorisations semblent élevées et l'évolution de l'offre et de la demande dans le segment du haut rendement pourrait alimenter la volatilité. La volatilité accrue des taux a favorisé les gérants axés sur l'arbitrage obligataire, leurs gains ayant été tirés par les positions en obligations européennes et en swap spreads.

Nos perspectives

Notre opinion vis-à-vis des stratégies Relative Value est globalement favorable. Concernant les stratégies d'arbitrage obligataire, nous restons positifs et anticipons une augmentation de la volatilité des marchés de taux. Nous demeurons prudents et nous concentrons principalement sur l'arbitrage de structure de capital dans le segment du crédit. L'environnement reste propice à l'arbitrage de volatilité. Les fonds multi-stratégies et Market Neutral devraient continuer à tirer parti de l'importance accrue accordée aux fondamentaux.



Source
Bloomberg

NOS CONVICTIONS

Les hedge funds ont toujours été à la pointe en matière de technologie financière et de technicité. Ils ont été les premiers à utiliser des ordinateurs pour générer des signaux d'investissement et ce dès les années 1960, et l'accès à des informations plus rapides ou de meilleure qualité a toujours fait partie de leur capacité à générer de l'alpha. Aujourd'hui, l'asymétrie d'information qui existait auparavant s'est fortement réduite en raison de l'accès plus large à l'information à travers le monde. Par conséquent, les gérants de hedge funds doivent trouver un nouveau moyen d'exprimer une opinion différente de celle du consensus concernant le prix d'un actif ou l'évolution des bénéfices d'une entreprise. Il n'est dès lors guère surprenant que les hedge funds investissent énormément dans le domaine du Big Data et dans le recrutement de spécialistes capables de rendre cette masse de données intelligible. Ainsi, une approche d'un nouveau genre s'impose désormais à Wall Street, à savoir les stratégies dites «quantamentales». Ces stratégies associent les compétences traditionnelles des investisseurs fondamentaux et l'utilisation de l'informatique et du Big Data pour confirmer leurs opinions.

Quel est donc leur mode de fonctionnement? Il va de soi que l'achat des données est l'aspect qui pose le moins de difficultés. Cependant, sans un nettoyage approprié, ces données très onéreuses n'ont aucune valeur. Une fois nettoyées, les données alimentent un algorithme conçu pour détecter des tendances et donner des signaux de trading ou des indications sur l'évolution des cours. Le recours à l'apprentissage automatique se développe également, celui-ci permettant aux hedge funds d'accéder à de vastes ensembles de données historiques pour analyser les tendances globales. De la même manière, ils utilisent des images satellites pour suivre le développement industriel en Chine ou surveiller les parkings de magasins pour en savoir plus sur leur fréquentation. Cette approche leur permet de ne pas dépendre des données officielles peu fiables fournies par les gouvernements et de se faire une idée de la tendance des bénéfices d'un distributeur avant qu'il ne publie ses résultats trimestriels. Sachant que les gérants de hedge funds établis renforcent leurs équipes quantitatives, cette tendance est appelée à perdurer encore et pourrait transformer le secteur des hedge funds de façon permanente. De notre point de vue, l'accès à ces sources de données alternatives offrira de nouvelles opportunités permettant l'émergence de nouveaux venus aux côtés des poids lourds de la gestion quantitative avec lesquels nous travaillons depuis longtemps.

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.