ALTERNATIVE INVESTMENTS INSIGHTS

Novembre 2017

Jeudi, 11/23/2017

La période s'est caractérisée par de solides performances dans l'univers des hedge funds. Nous sommes particulièrement satisfaits de constater que notre penchant en faveur d'une allocation longue en actions a bénéficié du rebond des actions, sachant que les stratégies dédiées ont également été sources d'alpha.

Cédric Vuignier
Head of Liquid Alternative Investments

José Sanchez
Product Specialist

- Performance positive des hedge funds jusqu'ici en 2017
- Macro: résultats mitigés, faible volatilité et prédilection pour l'approche macro systématique
- Equity Hedge: bonne performance, moindre corrélation entre actions, dispersion et performance escomptée accrues
- Event Driven: performance stable, opportunités intéressantes liées aux opérations sur titres
- Relative Value: performance atone, mais perspectives positives
- Notre outil quantitatif de gestion des risques: un atout concurrentiel

Perspectives des stratégies

SITUATION À CE JOUR

La période s'est caractérisée par de solides performances dans l'univers des hedge funds. Nous sommes particulièrement satisfaits de constater que notre penchant en faveur d'une allocation longue en actions a bénéficié du rebond des actions, sachant que les stratégies dédiées ont également été sources d'alpha. Les investisseurs se sont davantage concentrés sur des fondamentaux comme les bénéfices plutôt que sur l'environnement macroéconomique. Cette évolution de la dynamique par rapport aux années précédentes est la bienvenue, les marchés oscillant entre propension et aversion au risque au gré des interventions ou des déclarations des banques centrales.

Jusqu'ici en 2017, nous observons une diminution de la corrélation entre actions et une dispersion accrue, apportant dans les deux cas une profusion d'opportunités supplémentaires. La réduction du bilan de la Fed, le durcissement de la politique monétaire et l'approche de la réduction des mesures de soutien de la BCE devraient permettre l'amélioration continue de l'environnement.

Nous travaillons au développement de notre allocation aux stratégies de hedge funds. Nous nous concentrons en particulier sur les nouvelles technologies, à savoir l'apprentissage quantitatif automatique et plus généralement les méthodologies systématiques, nous détournant de l'analyse classique des prix et des données fondamentales. La technologie n'en est qu'à ses débuts, mais elle devrait selon nous se développer rapidement.

A la fin du présent document, nous évoquons nos convictions concernant la gestion du risque du portefeuille et le besoin d'un système robuste d'analyse quantitative.

MACRO

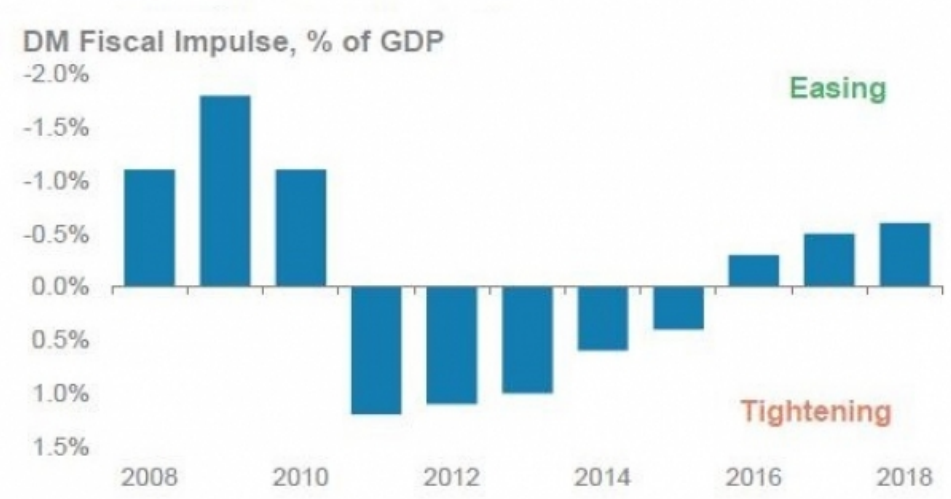
La tendance baissière se poursuit pour les gérants Discretionary Macro qui dénouent les positions prises dans le sillage des élections américaines. De même, et à l'exception de juin où certains gérants ont surperformé à la faveur de leur exposition aux devises alors que d'autres ont sous-performé sous l'effet de la correction des obligations à la fin du mois, la période s'est montrée relativement terne. Les gérants veulent croire en la probabilité de réformes de la fiscalité américaine, mais nous constatons un manque de conviction croissant. Le positionnement est spécifique en fonction des gérants, avec une exposition longue à la zone euro et une position courte tactique sur le S&P 500.

Contrairement aux gérants Discretionary, les modèles systématiques sont enfin parvenus à générer de l'alpha, notamment en août à la faveur des tendances durables affichées par les métaux et les obligations. Les tendances de moyen terme apparues en juillet ont permis à certains gérants de réaliser des gains, tandis que la correction des obligations en juin, alliée au renversement de tendance dans le secteur des matières premières, a eu un impact négatif. L'allocation n'a connu aucune évolution majeure durant la période sous revue, l'exposition au risque étant globalement obtenue via les actions, les obligations et les matières premières pour les gérants que le manque de constance et les revirements de tendance n'ont pas découragés.

Nos perspectives

Bien que les opportunités disponibles soient relativement favorables, avec une diminution croissante de la corrélation entre actifs et la divergence accrue des politiques monétaires, la faiblesse de la volatilité reste un frein à l'utilisation du risque. En ce qui concerne les modèles systématiques, nous restons circonspects à l'égard des renversements de tendance et maintenons notre prédilection pour les stratégies macro systématiques.

La politique budgétaire connaît également un assouplissement



Source
FMI, prévisions Morgan Stanley Research Données au 31 octobre 2017

EQUITY HEDGE

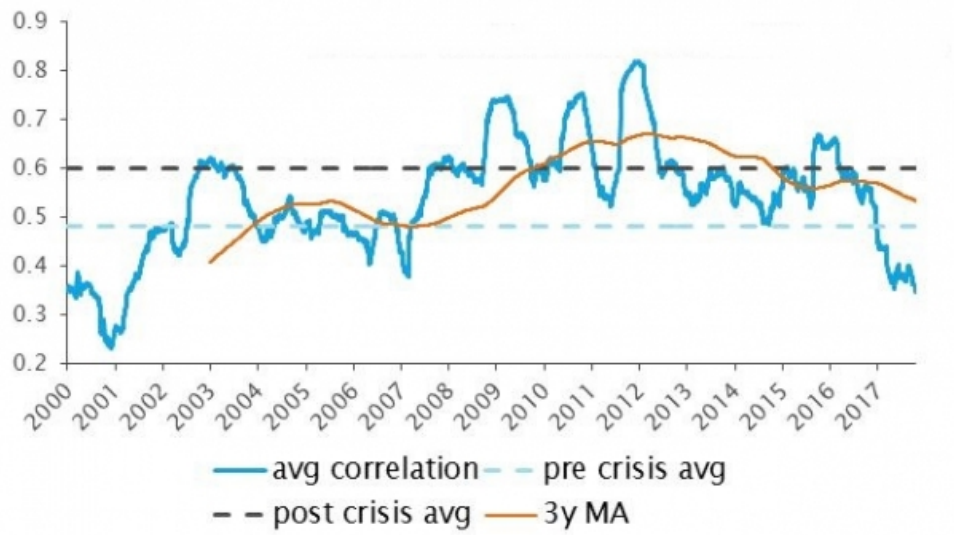
Les gérants Equity Hedge ont produit des résultats positifs alors que les marchés poursuivaient leur progression durant la période, bien qu'ils aient pâti des pertes issues de leurs positions courtes. Aux Etats-Unis, la hausse des marchés actions a été tirée par les grandes capitalisations, notamment par le groupe dénommé FAANG*. Cette situation a largement profité aux gérants exposés à la technologie, mais a nui à ceux axés sur le style «value». Le rebond des valeurs de croissance s'explique par le retournement du «Trump Trade» lié au retard pris sur la réforme fiscale et sur celle du système de santé. Les gérants ont été pris dans une rotation hors des valeurs financières vers les valeurs technologiques. En outre, les afflux de capitaux considérables vers les investissements passifs davantage concentrés sur les valeurs de croissance ont alimenté la rotation. Les gérants européens ont pour leur part obtenus de bons résultats dans le segment des moyennes capitalisations, mais ceux axés sur les grandes capitalisations ne profitent pas encore de l'amélioration du contexte macroéconomique. Les gérants asiatiques ont enregistré des gains solides alimentés par les secteurs des biens de consommation cycliques et de la technologie, la vigueur inattendue de l'économie chinoise déjouant les craintes liées à l'accroissement des risques géopolitiques.

*FAANG: Facebook, Apple, Amazon, Netflix et Google (Alphabet)

Nos perspectives

Nous demeurons confiants à l'égard des stratégies Equity Hedge. Nos perspectives restent favorables, car la stratégie devrait bénéficier de conditions porteuses sur le front macroéconomique ainsi que sur les marchés. La corrélation entre actions a déjà considérablement diminué cette année et le relèvement des taux qui se profile devrait également contribuer à l'accroissement de la dispersion.

Corrélation entre actions sur 126 jours: S&P 500



Source
Bloomberg, SYZ Asset Management. Données au 31 octobre 2017

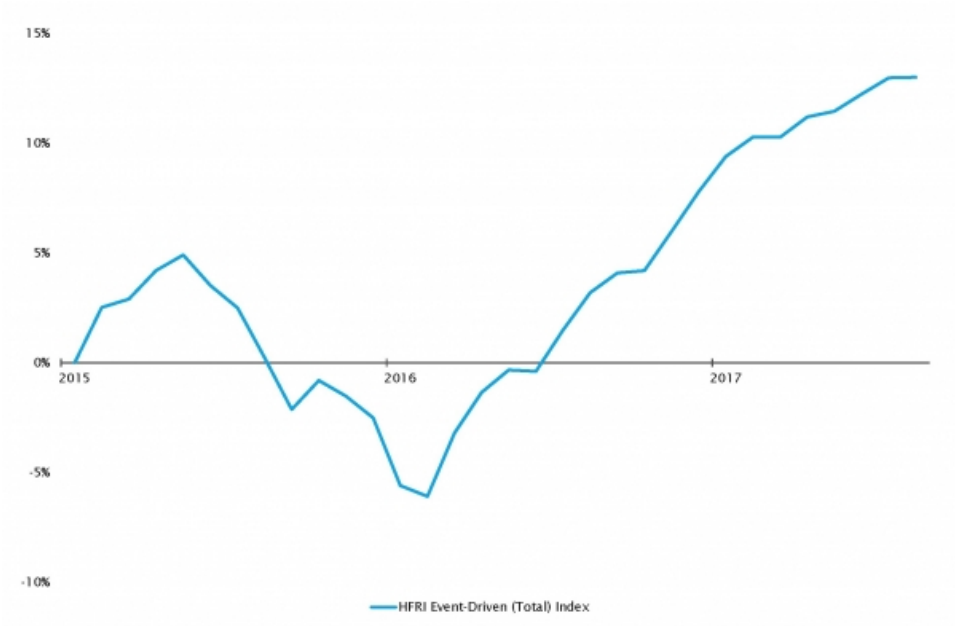
EVENT DRIVEN

La seconde partie de l'année a offert des conditions relativement favorables aux hedge funds Event Driven et la dispersion des performances au niveau des fonds a diminué durant cette période. Tous les indices Event Driven ont progressé à une exception près. Les gérants Special Situations l'ont emporté, suivis des stratégies Merger Arbitrage et Credit Opportunities, ce qui est habituel dans un contexte de propension au risque. Les bénéfices aux Etats-Unis ont été solides, en particulier ceux des grandes entreprises technologiques. L'activité en termes d'opérations sur titres est restée stable et la confiance des dirigeants d'entreprises s'est montrée tout juste inférieure au sommet atteint plus tôt cette année. La mise en œuvre de la réforme fiscale aux Etats-Unis reste le sujet brûlant et devrait continuer à alimenter la progression du marché. Le risque populiste en Europe a régressé suite à la victoire du candidat centriste pro-européen aux élections présidentielles françaises. Certains gérants européens évoquent toutefois une possible augmentation des volumes d'arbitrages de fusions en Europe, un phénomène observé plus tôt cette année.

Nos perspectives

Les perspectives restent favorables. Les analystes sont partagés concernant la mise en œuvre de la réforme fiscale aux Etats-Unis. Il est difficile de déterminer si les prix des titres reflètent la prudence ou l'optimisme à cet égard. A ce stade, nous pensons que les opérations réalisées par les entreprises devraient continuer d'offrir des opportunités intéressantes d'ici la fin de l'année.

La performance des fonds Event Driven (indice HFRI) s'est stabilisée au 2e semestre 2017



Source
Bloomberg, SYZ Asset Management. Données au 31 octobre 2017

RELATIVE VALUE

Les performances ont été relativement atones sur la période, en dépit de résultats globalement positifs dans l'univers du crédit (p. ex. Etats-Unis et Europe) où les tranches de rang inférieur ont surperformé. Certains gérants ont rendu compte de pertes parmi les valeurs de l'énergie, les titres résiduels et ceux d'entreprises qui ont connu une réorganisation s'étant montrés difficiles à négocier. Une fois encore le pétrole brut a constitué le principal catalyseur, le rebond de juillet ayant engendré un resserrement des spreads bien que plusieurs événements aient eu un impact négatif (notamment l'instabilité au Venezuela et le tir de missiles par la Corée du Nord), ce qui a mis le sentiment du marché à l'épreuve.

Aucune réelle évolution n'est à signaler en ce qui concerne les gérants axés sur l'arbitrage obligataire, lesquels ont continué de tirer parti des écarts par rapport aux obligations allemandes avec des paris minimes sur les «swap spreads» et les courbes de rendement. La volatilité a continué d'afficher des plus bas historiques durant la période sous revue, avec une évolution défavorable de la prime de volatilité pour les gérants concernés alors que les marchés actions atteignaient eux aussi des sommets inédits. Les gérants axés sur l'arbitrage d'obligations souveraines sont parvenus à rester performants. Malgré la déception apportée par la performance de nos gérants de stratégies directionnelles «delta hedged», nous sommes conscients du fait que le contexte aurait pu être pire.

Nos perspectives

Compte tenu de la dispersion sans cesse croissante dans le segment du haut rendement, nous soulignons notre prédilection pour les stratégies de Capital Arbitrage, en particulier dans les pays du G3 dans la mesure où le rebond des créances d'entreprise des marchés émergents dure déjà depuis trois ans. Nos perspectives restent favorables et alignées sur celles des gérants dédiés comme évoqué dans nos précédents rapports.

Effet de levier du haut rendement: divergence entre Etats-Unis et Europe

Source
Morgan Stanley Research, Bloomberg Finance LP, Citigroup Index LLC, Thomson Financial, données des entreprises Données au 31 octobre 2017

NOS CONVICTIONS

La gestion du risque constitue désormais un aspect incontournable du processus de construction de portefeuille dans le contexte post-crise financière, imposant aux gestionnaires d'actifs de repenser leur approche afin d'obtenir une compréhension détaillée des indicateurs de risque du portefeuille lui-même et de ses éléments sous-jacents.

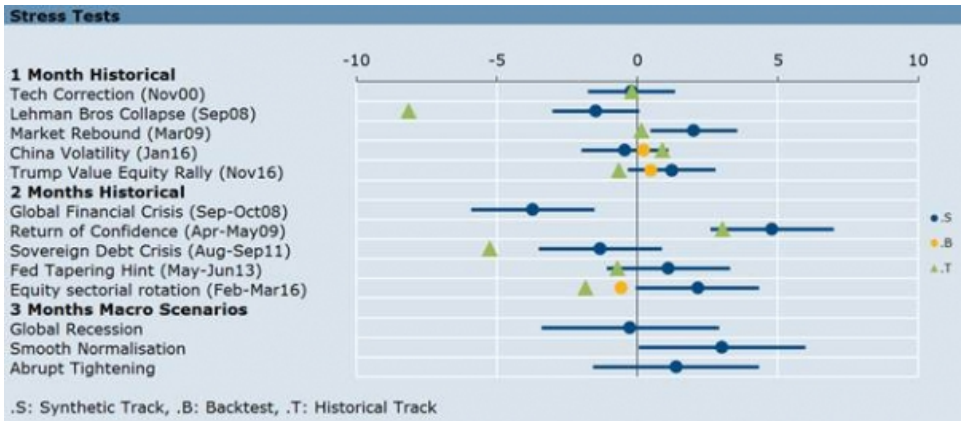
Notre cadre exclusif de gestion du risque, développé en interne, nous offre un vaste éventail d'indicateurs quantitatifs particulièrement pertinents pour évaluer et anticiper le comportement de nos portefeuilles. Les modèles ont été testés dans des conditions de marché réelles et améliorés en conséquence au fil des ans.

Les outils de gestion du risque que nous utilisons comprennent des indicateurs quantitatifs de pointe comme des tests de résistance, l'évolution de la diversification du portefeuille et l'analyse de données multivariées, ce qui nous permet d'identifier les facteurs de risque et de performance les plus robustes et de mettre au jour les éventuels biais cachés que comportent nos portefeuilles. Une fois identifiés, ces biais peuvent alors être corrigés grâce à un rééquilibrage approprié du portefeuille.

Le contrôle rigoureux de l'exposition de nos portefeuilles contribue selon nous à limiter les pertes dans des conditions de marché défavorables. La capacité à tester a posteriori une multitude de profils de risque constitue un atout important. Ainsi, lorsqu'une nouvelle position est mise en place, nous connaissons dès le départ la manière dont elle devrait affecter le portefeuille dans son ensemble.

A cet égard, nous disposons à notre avis d'un atout par rapport à nos concurrents dans la gestion de portefeuilles de hedge funds.

Tests de résistance



Source
SYZ Asset Management. Données au 31 octobre 2017

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.