



## LIQUID ALTERNATIVES INVESTMENT INSIGHTS

JANVIER A AVRIL 2020

### HIGHLIGHTS

- La situation est idéale pour que les hedge funds surperforment dans cet environnement
- Leurs caractéristiques structurelles sont meilleures qu'en 2008
- Ils bénéficieront des bouleversements importants dans toutes les classes d'actifs
- Une volatilité importante devrait perdurer et dynamiser diverses stratégies
- L'ouverture d'un nouveau cycle pour la dette décotée ouvre de larges perspectives

## IL Y A BIEN LONGTEMPS QUE LES HEDGE FUNDS N'ONT PLUS CONNU UNE TELLE SITUATION

En début d'année 2020, les marchés ont peu évolué et affiché une faible volatilité globale en 2020, comme en témoigne l'indice VIX, qui est resté sous le seuil des 20 points pendant une longue période.

Le premier cas de COVID-19 a été déclaré fin 2019. Trois mois plus tard, les inquiétudes avaient gagné le monde entier et les marchés financiers, les indices boursiers se repliant à leurs niveaux d'il y a cinq ans. Ce qui distingue ce krach boursier est sa vélocité: l'indice S&P 500 a enregistré la baisse la plus rapide de son histoire, l'indice VIX a dépassé son niveau record depuis son lancement en 1990, tandis que le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a atteint un plus bas historique.

Les stratégies de parité des risques en ont souffert alors que la corrélation historique négative entre le cours des obligations et celui des actions commençait à s'inverser. Les spécialistes de l'arbitrage obligataire, confrontés à un assèchement de la liquidité, étaient bien en peine face au creusement des spreads entre les instruments de liquidité et leurs dérivés. Les gérants ont ensuite flirté avec leurs limites de risque, ce qui a provoqué un phénomène de désendettement et amplifié les effets négatifs sur les marchés. Les cours pétroliers ont atteint des plateaux records, et les sorties massives de capitaux auxquelles les Etats souverains du Golfe ont procédé n'ont rien arrangé.

Environ la moitié de la population mondiale est restée confinée pendant tout le mois de mars. Les mesures de relance budgétaires et monétaires mises en place par les différents Etats ont plongé les taux réels en territoire négatif dans les pays développés. Ce regain d'optimisme a fait flamber l'indice S&P 500, qui a enregistré sa plus forte progression en trois jours depuis 90 ans.

Dans ce contexte, les hedge funds s'en sont mieux tirés que les autres véhicules investissant dans les classes d'actifs cotés. Même si quelques stratégies de hedge funds se sont révélées décevantes, l'univers des hedge funds n'a plus rien à voir avec ce qu'il était en 2008. La volatilité des hedge funds est moindre de nos jours parce que les gérants recourent moins à l'effet de levier, leur clientèle d'investisseurs a changé, les banques sont plus saines et les contreparties plus diversifiées. Les bouleversements majeurs ont généré de multiples opportunités, notamment dans les stratégies de crédit et d'arbitrage. Il y a bien longtemps que les hedge funds n'ont plus connu une telle situation. Ils sont les mieux placés pour tirer parti de ces opportunités. Leur excellente performance du mois d'avril en atteste.

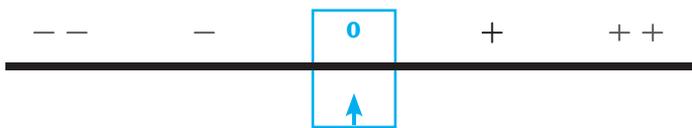
## EQUITY HEDGE

Les marchés actions ont poursuivi leur rebond de 2019 pendant les premières semaines de 2020. Le calme avant la tempête. Puis, alors que le COVID-19 se propageait à travers le monde, les marchés actions ont enregistré, en l'espace de quelques jours seulement, une succession de hausses et de baisses journalières historiques dont l'ampleur n'était pas sans rappeler celle des séances les plus mouvementées de 2008, 1987 et 1929.

La plupart des stratégies Equity Hedge ont traversé une période difficile, mais ont surperformé le reste du marché. Dans cet environnement extrêmement volatil, les gérants actions ont diminué leurs expositions nettes et brutes. Globalement, les stratégies les moins exposées au bêta ont mieux préservé le capital que les autres stratégies. Certains secteurs spécialisés ont relativement bien tiré leur épingle du jeu, à l'image de celui des TMT et de la santé.

Les fonds market neutral ont également pâti d'importantes rotations factorielles et les gains générés par leurs positions courtes n'ont pas suffi à compenser les pertes de leurs positions longues, certaines sociétés enregistrant de fortes corrections indépendamment de leurs caractéristiques fondamentales.

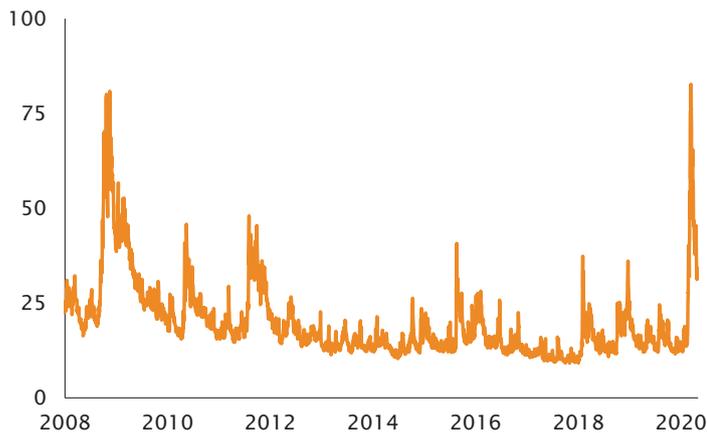
### PERSPECTIVES



Au terme de plus de deux mois de volatilité, les marchés actions ont repris des couleurs et reconquis une partie du terrain perdu. Toutefois, comme l'impact de la propagation du virus sur l'économie mondiale risque de perdurer, les investisseurs pourraient rester circonspects pendant encore quelque temps. Une deuxième vague de remous n'aurait rien d'étonnant. Mais d'un autre côté, la crise du COVID-19 fera émerger des gagnants et des perdants. Par conséquent, les gérants actions seront les mieux placés pour réaliser des opérations rentables. Dans ce contexte, nous privilégions les gérants qui affichent une faible exposition nette.

### INDICE VIX

EN 2020, LA VOLATILITÉ IMPLICITE DU S&P 500 A DÉPASSÉ LES NIVEAUX DE 2008.



SOURCE: BLOOMBERG

## EVENT-DRIVEN

Les spreads des opérations de fusion-acquisition étaient volatils mais se sont globalement resserrés au cours des deux premiers mois de 2020. Mi-mars, en pleine correction des marchés, les spreads se sont creusés pour atteindre des niveaux inégalés depuis la crise financière de 2008. Les exigences de marge, le désendettement et les suspensions de séance indépendamment de la situation des transactions sous-jacentes ont accentué la pression sur les spreads.

De façon générale, l'orientation value des stratégies Event-Driven leur a été préjudiciable du point de vue relatif dans la mesure où les valeurs growth ont surperformé les titres value de près de 10%.

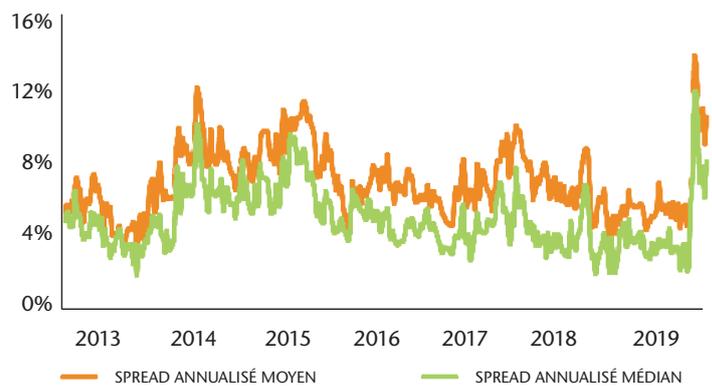
Au creux de la vague, les stratégies ayant une faible composante bêta (Merger, Credit Arbitrage, Distressed/Restructuring) se sont révélées plus résilientes que les autres stratégies (Activist, Special Situations).

### PERSPECTIVES



Les stratégies à bêta actions élevé dépendront fortement des bonnes nouvelles au sujet du virus. Les spreads des opérations de fusion se sont effondrés, mais ont reconquis une partie du terrain perdu. Bien que le climat d'incertitude qui règne actuellement puisse tarir les opérations sur titres, les gérants expérimentés pourront peut-être tirer profit du creusement des spreads. Nous sommes également optimistes en ce qui concerne la stratégie Distressed (voir la section «Nos convictions»).

### SPREADS DES OPÉRATIONS DE FUSION-ACQUISITION



SOURCE: UBS

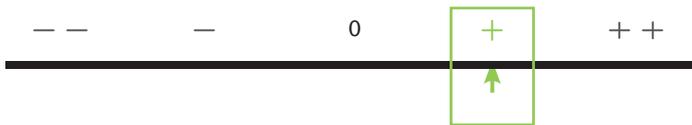
## MACRO

La période sous revue est caractérisée par une forte dispersion entre les différentes sous-stratégies. Tandis que certains fonds Discretionary Macro ont connu un excellent début d'année 2020, les gérants Systematic étaient en difficulté. La possibilité d'une pandémie a été évoquée dès le mois de janvier. Par conséquent, les gérants Discretionary ont eu le temps d'adapter leur portefeuille en fonction des informations qu'ils recevaient de leurs contacts et de leurs consultants en Chine, et des mises en garde des épidémiologistes. La plupart d'entre eux ont anticipé une baisse des taux d'intérêt américains et se sont positionnés en conséquence. Les stratégies Volatility positionnées en vue d'une hausse des taux ont très bien performé, tout comme les positions courtes sur les actions et les matières premières.

Mi-février, la plupart des gérants Trend Following détenaient encore des positions longues sur les actions et les obligations dans le sillage du rebond de 2019. Pendant la phase de correction des actions, les stratégies CTA à court terme ont mieux préservé le capital que celles à long terme. Les investisseurs ont fui les actifs risqués pour acheter des valeurs refuges, comme les emprunts d'Etat américains, l'obligation du Trésor à 10 ans atteignant un plus bas historique de 0,3%. Les gérants CTA ont certes tiré profit de cette évolution, mais cela n'a pas suffi pour compenser leurs pertes sur les actions.

Dans l'ensemble, les petits fonds ont surperformé les grands fonds car la hausse de la volatilité et la diminution de la liquidité ont rendu les grosses opérations plus difficiles à exécuter.

## PERSPECTIVES



Les marchés devraient rester volatils à moyen terme, une situation là encore propice aux stratégies Discretionary Macro et Systematic Macro à court terme. Les gérants Trend Following visant un horizon de moyen à long terme pourraient davantage peiner dans un contexte de turbulence accrue des marchés.

## RENDEMENT DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN

LES TITRES À 10 ANS ONT ATTEINT LEUR PLUS BAS HISTORIQUE.



SOURCE: BLOOMBERG

## RELATIVE VALUE

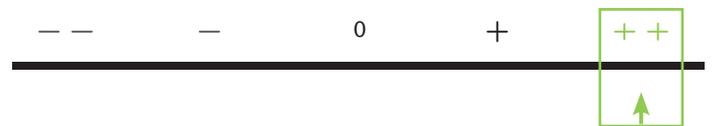
Mi-mars, les spécialistes de l'arbitrage obligataire ont été extrêmement affectés par leurs opérations de mise sur l'écart («basis trades») et par l'évolution défavorable des instruments sur les titres du Trésor américain. Ces volumes importants ont asséché la liquidité du marché, une situation qui n'avait plus été observée depuis 2008 et dans laquelle la majorité des fonds ont enregistré des pertes supérieures à 10%. Ces pertes ont été partiellement récupérées après que la Réserve fédérale eut décidé de procéder à des injections massives de liquidités.

Les stratégies d'arbitrage de volatilité ont enregistré des performances extrêmement disparates, certains gérants parvenant à générer des rendements de plus de 10% et d'autres liquidant leurs positions et contraints de mettre la clé sous la porte. Les gérants en difficulté ont principalement souffert d'une inversion de tendance puis d'un manque de liquidité sur un segment saturé: positionnement long Asie/court Etats-Unis sur la volatilité.

Les gérants d'obligations convertibles ont fait preuve de résilience, mais ils ont dans l'ensemble clôturé la période sur une baisse car leurs positions courtes sur les actions n'ont pas compensé la correction des crédits. Le désendettement des grands fonds Multi-stratégies les a également pénalisés. Les stratégies Structured Finance ont été les plus grandes perdantes. En mars, elle avaient perdu près de 50% en valeur, les acteurs de ce segment ayant toutes les peines du monde à lever des fonds suffisants avant de se retirer légèrement.

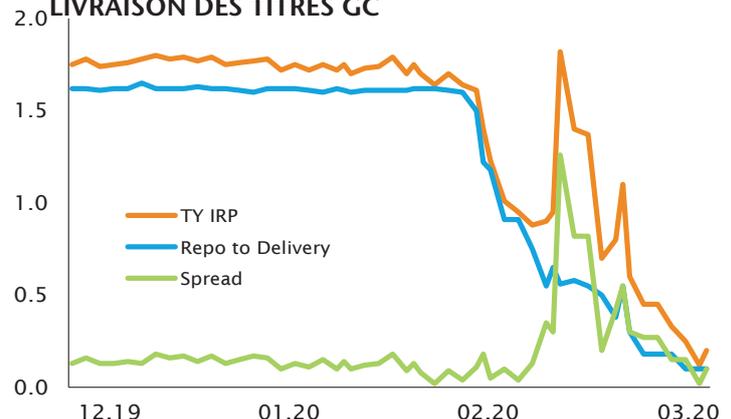
Les gérants quantitatifs étaient aussi en proie à des difficultés car leurs modèles de trading ont été confrontés à des événements statistiques se situant au-delà de trois écarts-types. En d'autres termes, ces modèles ont été conçus à partir de données de marché historiques qui ne comportaient pas d'événements de trading aussi extrêmes. Par conséquent, la plupart n'ont pas pu se positionner de façon adéquate pour tirer parti de ces événements.

## PERSPECTIVES



Nous continuons de privilégier les spécialistes de l'arbitrage d'obligations convertibles, ces derniers pouvant tirer parti de conditions volatiles tout en maintenant leurs positions sur le marché actions. D'autre part, les énormes injections de liquidités de la Réserve fédérale plaident aussi en faveur d'une normalisation des bouleversements importants observés en mars.

## TAUX REPO IMPLICITE DES BDT VERSUS FINANCEMENT-LIVRAISON DES TITRES GC



SOURCE: BLOOMBERG ET LMR PARTNERS

## NOS CONVICTIONS

Nous observons des choses intéressantes sur le marché du crédit. Le nouveau cycle de la dette décotée qui vient de s'ouvrir devrait offrir des opportunités au cours des 18 à 24 mois prochains. Cependant, pour faire des placements judicieux, les investisseurs doivent prendre garde au *timing*, aux instruments (HY, IG, CLO...) et à la qualité de crédit des entreprises. Le cycle de la dette décotée comporte en général trois phases (voir le graphique ci-dessous).

Durant la première phase, l'incertitude est grande et les marchés sont irrationnels en raison des ventes forcées et des liquidations d'actifs, qui résultent souvent de positions à effet de levier. La liquidité du marché peut alors s'assécher fortement et rapidement. C'est la situation que nous avons vécue en mars 2020, lorsque la première phase a débuté. A ce moment-là, les anomalies de valorisation et les perturbations étaient significatives pour l'ensemble des classes d'actifs (par ex.: actions, crédits, CDS et marchés au comptant) et au sein des structures de capital des entreprises.

A ce stade, il est judicieux d'investir dans les instruments de crédit de haute qualité qui sont proposés à des prix très attractifs. Les gérants Distressed se focaliseront sur les plus grandes entreprises dont les titres se négocient avec une décote. Le travail de restructuration à effectuer est minimal puisque la prime de risque offerte pour les titres décotés complexes est moins attractive en raison de la faible protection à la baisse. En effet, comme l'environnement actuel du COVID-19 reste difficile, l'incertitude demeure trop importante. La première phase est brève, durant de quelques mois à six mois. Les gérants se focalisent principalement sur trois éléments:

1. les entreprises affichant les meilleures qualités de crédit et les plus faibles ratios LTV, qui ont de plus grandes chances de survie;
2. réaliser des arbitrages dans les grandes structures de capital qui sont fortement perturbées (partie de haute qualité du segment du haut rendement);
3. vers la fin de cette phase, lorsque la liquidité est revenue, les crédits de haute qualité mais qui présentent un ratio LTV moins favorable.

La deuxième phase débute lorsque les incertitudes se dissipent en ce qui concerne les résultats économiques et sectoriels. Les gérants se focaliseront sur les grandes structures de capital en difficulté mais non condamnées qui devraient connaître une restructuration rapide (par ex.: CMBS, MBS, prêts non performants, produits structurés, dette privée, immobilier, avionneurs, tranches juniors des structures CLO). Ils participeront à des restructurations actives de grande ampleur, des prêts à des sociétés en situation spéciale et des financements de sauvetage. Dans le contexte actuel du COVID-19, cette phase devrait débiter lorsque les perspectives de traitement du virus et de mise au point d'un vaccin se préciseront. Cette phase durera quelques trimestres, selon la physiologie de la reprise.

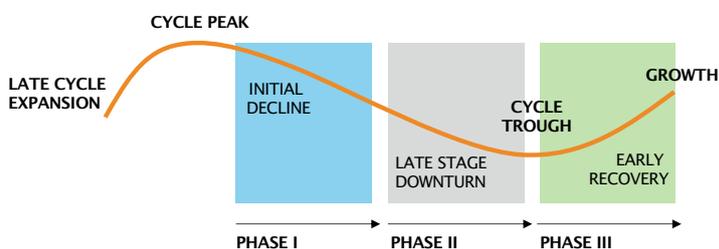
La dernière phase s'amorce à la fin de la crise. C'est à ce moment-là que les gérants commencent à récolter les fruits des investissements réalisés

durant les phases précédentes. En termes de nouveaux placements, ils examineront les opportunités de prêt sur le segment des situations spéciales, ainsi que les placements multi-segments, ce qui nécessite une connaissance approfondie des restructurations et des actifs sous-jacents. Ils pourraient s'intéresser tout particulièrement aux compagnies aériennes et maritimes. La troisième phase dure généralement de quelques années à une décennie.

Depuis le mois de mars de cette année, les équipes de SYZ Capital se penchent aussi bien sur le segment liquide que sur le segment illiquide du marché de la dette décotée, des hedge funds offrant une liquidité trimestrielle à annuelle aux fonds de redressement fermés. Les véhicules de placement de un à quatre ans nous semblent les mieux adaptés aux conditions actuelles. Le contexte actuel reste incertain, et il existe un risque réel d'une deuxième vague d'infections au COVID-19 qui pourrait porter être néfaste à court terme. Dans ce scénario défavorable, les ventes forcées de produits liquides pourraient nuire aux placements des investisseurs. Les investisseurs désireux de bénéficier de meilleures conditions de liquidité ont la possibilité de confier leur capital à des hedge funds spécialisés dans le crédit, qui pourraient prendre part à la première et à la deuxième phase, mais en limitant leur allocation à la dette purement décotée. Cependant, nous nous focalisons vraiment sur les émetteurs de haute qualité ayant un historique de 15 à 20 ans, qui ont déjà surmonté des cycles de décote et sont peu exposés à des positions toxiques existantes ou ont déjà été décotés.

Vu le prix auquel ces gérants achètent ces titres décotés, nul besoin d'une récupération complète de la valorisation de ces créances pour générer une bonne performance: une normalisation suffit.

## LE NOUVEAU CYCLE DE LA DETTE DÉCOTÉE



### CONTRIBUTEURS

**Cédric Vuignier**, Head of Liquid Alternative Managed Funds  
E. [cvuignier@syzcapital.com](mailto:cvuignier@syzcapital.com)  
**Alexis Mansuy**, Analyst  
E. [amansuy@syzcapital.com](mailto:amansuy@syzcapital.com)

### POUR PLUS D'INFORMATIONS: [HF@SYZCAPITAL.COM](mailto:HF@SYZCAPITAL.COM)

Le présent document revêt un caractère purement informatif. SYZ Capital SA ou ses sociétés affiliées (collectivement, «SYZ») ne prennent aucun engagement et/ou excluent toute responsabilité eu égard à ce document, qui est destiné uniquement aux investisseurs institutionnels, professionnels et qualifiés, et non aux clients particuliers. En particulier, il ne s'adresse pas aux personnes résidant dans des juridictions où sa diffusion est interdite du fait de leur nationalité, de leur lieu de résidence ou pour une autre raison. Les informations qui y sont contenues ne constituent ni une sollicitation ni une offre, ni une recommandation personnalisée d'achat ou de vente concernant un produit quelconque ou pour conclure une transaction de quelque nature. Aucun élément du présent document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal. Vous êtes invité à consulter vos propres conseillers sur ces questions. Les instruments financiers ou autres placements cités dans le présent document peuvent présenter des risques importants. La valeur de ces placements peut fluctuer et il est possible que vous ne récupériez pas, en tout ou partie, le montant initialement investi. De plus, les risques inhérents aux investissements alternatifs sont d'une nature et d'un degré qui ne sont généralement pas observés dans les titres des entreprises cotées en bourse. Des informations complémentaires sont disponibles sur demande. Nous vous invitons à consulter les documents d'offre pour évaluer la pertinence des produits mentionnés et leur adéquation à votre profil et vos objectifs financiers. Les informations contenues dans le présent document et les opinions exprimées par SYZ sont fournies en toute bonne foi et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et sans obligation d'actualiser les informations après leur publication. Elles ont été obtenues auprès de sources réputées fiables et dignes de confiance, mais ni SYZ, ni les fournisseurs de données et autres sources concernés ne font de déclaration ou ne fournissent une garantie expresse ou implicite quant à leur exactitude et leur exhaustivité. Les analyses développées dans ce document reposent sur de nombreuses hypothèses. Le recours à des hypothèses différentes pourrait entraîner des résultats sensiblement différents. Toute opinion exprimée n'est valable qu'à la date de sa publication et peut être à tout moment révisée sans avertissement préalable. Le présent document comporte des déclarations qui ne sont pas des faits historiques mais reflètent les intentions, les attentes et les prévisions de SYZ eu égard aux résultats futurs des opérations, de la performance, des perspectives, des stratégies et des opportunités de SYZ. Ces déclarations prospectives sont faites sur la base d'hypothèses et d'attentes qui, quoique considérées comme raisonnables au moment de leur formulation, pourraient se révéler erronées ou irréalisables. Rien n'oblige SYZ à publier une mise à jour de ses déclarations en cas de changement des événements, des conditions ou des circonstances sur lesquels ces déclarations prospectives sont basées. Si la performance brute est indiquée, elle ne comprend pas, entre autres, les commissions de gestion, de performance, d'administration, de garde et d'audit. Les performances passées ne constituent ni une indication ni une garantie des performances futures. Rien ne garantit que l'objectif d'investissement sera atteint, et les valeurs en capital et les revenus sont incertains. D'autre part, tout placement effectué dans une devise autre que votre devise de référence est sujet aux fluctuations des taux de change, ce qui peut entraîner une variation supplémentaire favorable ou défavorable de la valeur du placement. SYZ Capital SA est une société affiliée du groupe SYZ. SYZ Capital est dûment réglementée et supervisée en tant que gestionnaire de placements collectifs en vertu des lois suisses et des réglementations sur les services et les établissements financiers.