

# Remettez vos **casques!**



Seriez-vous prêts à rouler sans protection sur les routes boursières verglacées en 2015? Un point sur les stratégies de gestion alternatives et leur valeur ajoutée dans un environnement de marché en baisse de liquidité et à volatilité accrue.

## CÉDRIC KOHLER

HEAD OF ADVISORY  
FUNDANA SA  
12, RUE AMI-LULLIN  
1207 GENÈVE  
WWW.FUNDANA.CH

Il existe deux sortes de cyclistes: ceux qui ont déjà eu un accident et les autres. La deuxième catégorie semble s'accroître plus rapidement que la première au vu du nombre grandissant de cyclistes roulant sans casque<sup>1</sup>. Et savez-vous comment on appelle un cycliste sans casque? Un donneur d'organes!

Il en est de même dans la gestion d'actifs. Nombre d'investisseurs considèrent que le portefeuille optimal est constitué d'actions, d'obligations, voire d'immobilier et qu'il doit être indexé. Comme pour la fondue, l'allocation moitié-moitié (50% actions, 50% obligations) fut le modèle dominant de la dernière décennie. Et si dans toute présentation de fonds on préviend que «la performance passée n'est pas une garantie de performance future», beaucoup se basent néanmoins sur le passé pour construire leurs allocations. Corollaire: pas besoin de davantage de protection, ni d'une plus grande diversification. Autrement dit, pas besoin de casque pour les cyclistes de la finance.

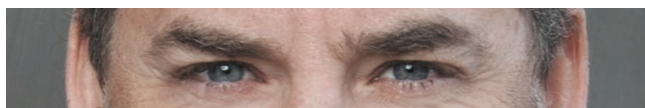
### ATTENTION: ROUTES MOUILLÉES!

Pourtant, le souci majeur de tout gestionnaire d'actifs n'est pas seulement la performance, mais aussi la gestion des risques. Le portefeuille idéal de ces prochaines années sera peut-être de nouveau constitué d'une allocation 50/50 mais celle-ci sera-t-elle acceptable en termes de risques? Sans doute pas.

Durant les quinze dernières années, les actions ont perdu par deux fois 50% de leur valeur, le *drawdown* historique des obligations américaines a duré 48 ans (de 1940 à 1988) et certains pays fondateurs de l'Union européenne menacent toujours de faire défaut. Savez-vous combien de fois l'Espagne, la France et l'Allemagne ont déjà fait faillite? La péninsule ibérique a connu la banqueroute treize fois depuis son indépendance alors que, dans le même temps, les deux poids lourds politiques de l'Union se sont retrouvés à huit reprises chacun en cessation de paiement...

“ *Le souci majeur de tout gestionnaire d'actifs n'est pas seulement la performance, mais aussi la gestion des risques.* ”

Sur le marché obligataire, la question est désormais de savoir quand et avec quelle ampleur la Fed procédera à une hausse des taux d'intérêts. Et si beaucoup se focalisent sur cette première hausse, les plus gros dégâts pourraient survenir avec les suivantes. Mais le risque le plus important réside certainement dans la capacité – ou plutôt l'incapacité – des marchés à rester liquides. Le dérapage des obligations américaines à dix ans du 15 octobre dernier fait figure de prélude à ce qui nous



“ Privilégier des stratégies hedge funds avec une bonne liquidité et, afin de réduire la volatilité, une réelle capacité de vente à découvert, semble particulièrement approprié. ”

attend. Depuis l'introduction de la régulation Dodd-Frank, le nombre d'obligations de sociétés (*corporate bonds*) détenues par les banques est en baisse de 70%, s'établissant à un niveau similaire à celui d'il y a dix ans, alors que le marché a pourtant plus que doublé depuis 2001! Quant au marché de la dette gouvernementale américaine, il a plus que triplé durant la même période mais son volume est resté pratiquement inchangé. Ce manque de liquidité va donc inévitablement exacerber la volatilité de ces marchés.

La situation des actions n'est guère plus réjouissante. Si le marché européen a déjà anticipé une récession et l'absence, notamment en France, de sérieuses réformes, l'économie et le marché américains semblent avoir conservé leur élan faisant mentir les prévisions de début d'année alors plus favorables à l'Europe qu'aux États-Unis. Flatteuse, cette image doit pourtant être nuancée. Si l'on observe l'indice Russell 2000, on se croirait presque en période de crise majeure. L'indice a déjà connu quatre corrections de plus de 8% et, à la mi-octobre, deux tiers de ses titres s'étaient dépréciés de plus de 20% par rapport à leur niveau maximum de l'année! En quinze ans, on n'avait pas observé une telle dichotomie entre le S&P500 et le Russell 2000. Si 49% des sociétés américaines continuent d'engranger des bénéfices supérieurs aux attentes, la hausse des marchés résulte principalement d'une expansion des multiples.

Or, l'expansion de multiples laisse une place importante au sentiment, à l'interprétation et renforce la volatilité des marchés. Celle-ci est par ailleurs déjà amplifiée par une liquidité trop faible. En effet, le volume actuel du marché actions américain est trois fois plus petit qu'après la crise et correspond au volume d'il y a dix ans. Pis: le volume moyen traité représente actuellement 0.5% des titres émis alors qu'il était de 2% en 2004.

#### MAIS QUEL CASQUE CHOISIR?

Afin de mieux gérer le risque, la gestion alternative apparaît comme une solution efficace. Encore faut-il savoir quelle stratégie choisir. Les matières premières semblent enserrées dans un nouveau cycle baissier lié à la conjoncture mondiale.

Les primes d'assurance ILS (*insurance linked securities*) sont basses (taux de rendement en dollars de 4.5% contre 6.7% il y a un an) et les prix actuels des *senior secured loans* proches des plus hauts historiques (100 bps entre les niveaux actuels et le plus haut depuis 1997). Pour ceux qui peuvent se permettre d'investir dans des stratégies illiquides, le *private equity* est une solution. Il offre un rendement supérieur aux actions (environ 3% de plus) mais souffre d'une volatilité réelle similaire.

Par conséquent, privilégier des stratégies *hedge funds* avec une bonne liquidité et, afin de réduire la volatilité, une réelle capacité de vente à découvert, semble particulièrement approprié. Les stratégies *actions long/short*, *event driven*, *macro* et *CTA* offrent, qui plus est, une bonne protection pendant les périodes de turbulences des marchés. Dans le secteur *actions long/short*, on privilégiera les gérants globaux ou orientés sur les États-Unis avec une exposition au marché entre 20% et 40%. Dans le domaine de *l'event driven*, les opportunités ne se trouvent pour l'instant pas du côté des sociétés en difficulté de paiement mais du côté des actions (le taux de défaut américain se monte à 2.1% pour une moyenne historique à 4.7%). Une vague de fusions et acquisitions record depuis 2007, un indice des introductions en bourse (IPO) en hausse de 11,7% et des gérants activistes de plus en plus nombreux sont autant de possibilités d'investissements prometteuses. Quant aux stratégies macros, la différenciation des politiques monétaires des diverses banques centrales devrait créer de nouvelles tendances à exploiter sur le marché des changes.

L'hiver arrive et avec lui les routes humides et glissantes. Au vu de l'environnement macroéconomique, du positionnement des investisseurs et surtout du manque de liquidité, le chemin des marchés paraît pareillement verglacé. Alors pour bien gérer votre risque, à vélo ou dans vos portefeuilles, de grâce, remettez vos casques! ■

<sup>1</sup> Le nombre d'accidents à vélo en Suisse est en expansion. Les statistiques de l'Office fédéral des routes montrent une forte augmentation des blessés graves au premier semestre 2014 par rapport à la moyenne de 2009 à 2013.