

Les stratégies des institutionnels pour limiter les risques dans leur recherche de rendement

Novembre 2016

Pour les investisseurs institutionnels, les risques se sont accrus cette année et ils sont de tous ordres : géopolitiques, échéances électorales en Europe, volatilité accrue, faiblesse des taux, etc. Aussi ont-ils développé des stratégies pour d'un côté se prémunir et de l'autre accroître leurs rendements. A la clé, les investisseurs ont modifié leurs allocations d'actifs dans la mesure du possible, quitte à avoir recours à des techniques de gestion particulières et suivent désormais des indicateurs de risque plus pertinents que la seule volatilité des marchés.

Donnée inhérente à tout investissement financier, le risque s'est nettement accru ces derniers mois. Tel est le message que plusieurs investisseurs institutionnels et gérants ont fait passer à l'occasion du dernier rendez-vous trimestriel organisé par Aberdeen AM à Paris, dans le cadre de ses Rencontres Institutionnelles. Mais la notion de risques est pour le moins vaste. Aussi, les différents intervenants ont-ils recensé ces derniers avant d'exposer la façon dont ils les appréhendaient, et enfin indiquer les mesures de protection mises en place, pour y pallier.

En 2016, les risques les plus importants sont doubles, a constaté le panel d'investisseurs. Le plus marquant ces derniers mois est naturellement lié aux bouleversements d'ordre politique que connaît la planète. Le vote britannique du 23 juin désarrimant le Royaume-Uni de l'Union européenne – le Brexit – et l'élection surprise de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis ont eu un rôle prépondérant. Pour autant, « ces deux événements sont derrière nous », a rappelé un investisseur institutionnel. Ce n'est pas le cas en revanche de la succession de rendez-vous qui vont animer prochainement la vie politique sur le Vieux Continent. Et cette fois, ce n'est pas l'immobilisme lié aux périodes électorales que craint le monde de la finance, mais plutôt les turbulences dont ces événements sont porteurs. Pour insister sur l'importance de cette inconnue, Christophe Belhomme qui occupe la fonction de Head of Investment Office - Aberdeen Solutions, a souligné le travail des fournisseurs d'indices qui ont désormais modélisé le risque de montée des populismes, au même titre que celui du pétrole par exemple, avec naturellement des implications positives ou négatives selon les industries ou les secteurs d'activité sous observation. Non sans rappeler que le risque populiste et la sortie de certains pays de la zone euro constituent clairement un défi pour les mois à venir. Résultat, l'Europe a endossé le rôle de « zone à risques » et capte ainsi toutes les attentions. A titre de comparaison, le Moyen-Orient inquiète beaucoup moins les investisseurs, en dépit des conflits armés qui s'y déroulent et du récent regain de tension qu'on y décèle...

La faiblesse des taux, le risque majeur

« Il ne faut pas oublier que l'on peut perdre en investissant dans des « Bund » allemands autant d'argent qu'en investissant sur des marchés d'actions »

Evoquer la montée des risques en abordant les seules questions géopolitiques serait néanmoins réducteur. Car un autre élément doit être pris en compte, bien connu, celui-là : la faiblesse des taux. « Les risques ont toujours existé », a résumé un investisseur, mais c'est la question des rendements attendus qui reste le plus important. Très concrètement, au vu de leur niveau, c'est bien l'absence de « coussin » qui rend le moindre risque beaucoup plus problématique. Il n'en reste pas moins que les différents intervenants ont constaté depuis peu une remontée des taux, dont il conviendra de savoir à quel rythme elle pourrait se poursuivre. « Sera-t-elle graduelle ? Sera-t-elle forte ? », s'est interrogé un investisseur, contraint actuellement de revoir les hypothèses de rendement à la baisse sur le long terme. A voir... « En tout cas, nous trouvons de bonne augure cette remontée car il ne faut pas oublier que la santé du secteur financier est essentielle, et que cette progression des taux serait très positive pour les banques », a ajouté l'un des intervenants. A l'image du rally constaté au Japon, et outre-Atlantique. Surtout, il semble que cette remontée s'explique par une situation économique qui n'est pas si mauvaise que cela. Les marchés obligataires se portent également mieux, « à condition de ne pas oublier que l'on peut perdre en investissant dans des « Bund » allemands autant d'argent qu'en investissant sur des marchés d'actions », a tempéré un gérant. Et encore ne tient-on pas compte ici de l'apport du dividende !

« Sur une période de trois ans, on pointe à des niveaux de volatilité encore inférieurs à ceux constatés sur des périodes de dix ans »

Dans un genre différent, comment les investisseurs appréhendent-ils la montée des risques ? Si tous ont constaté une remontée de la volatilité depuis le mois d'août, Christophe Belhomme a néanmoins rappelé qu'elle s'est certes accrue mais qu'elle évoluait précédemment à des niveaux très bas. « Sur une période de trois ans, on pointe à des niveaux encore inférieurs à ceux constatés sur des périodes de dix ans », a-t-il noté. Autrement dit, le mouvement peut impressionner mais pas les niveaux atteints. D'autre part, de l'avis de tous, l'indicateur « volatilité » est désormais concurrencé par des données de mesures autrement plus fines. « la volatilité est devenue très volatil », a résumé un investisseur, en constatant, par ailleurs, des dispersions de performances considérables. « C'était un outil utilisé pour juger dans quelles dispositions se trouvaient les opérateurs. Mais aujourd'hui, cette donnée ne sert plus à rien puisque cela ne permet pas d'anticiper des mouvements tangibles. Sachant qu'il existe des périodes longues de volatilité basse dans un « bull » ou « bear market », cette mesure doit être oubliée car elle empêche d'observer les opportunités d'investissements pour les clients. « Il faut vivre avec la volatilité et se placer dans un cycle de marché », a expliqué un investisseur.

« Nous sommes contraints de nous adapter et de nous intéresser à des indicateurs de suivi des risques beaucoup plus pertinents ».

De fait, ce qui émane du « big data », les indicateurs de sentiments, la finance comportementale sont des données autrement plus utiles pour la construction de portefeuilles, puisqu'ils permettent de gagner en robustesse. « Il est nécessaire d'avoir une gestion des risques beaucoup plus fine qu'auparavant », a confirmé un gérant, pour qui les donneurs d'ordre n'acceptent plus les risques. « Nous sommes donc contraints de nous adapter et de nous intéresser à des indicateurs de suivi des risques beaucoup plus pertinents ». Parmi eux, le « max draw down » tient la corde. Cet indicateur qui mesure la plus forte baisse de valeur d'un portefeuille pour un investisseur qui aurait acheté au plus haut et revendu au plus bas pendant une durée déterminée, est désormais beaucoup plus utilisée. Notamment sur les actions, et sur trois ans, de façon à élaborer des scénarii en intégrant des évolutions de taux.

Une allocation à plusieurs inconnues

La seconde partie du débat a été largement consacrée à la façon dont se prémunissaient les investisseurs face à la montée des risques. A l'évidence, la construction de l'allocation d'actifs est essentielle. Dans un premier temps, les intervenants ont reconnu que la tâche est très délicate pour les gérants obligataires... « Le raisonnement des investisseurs est de déterminer les classes d'actifs dans lesquelles ils ont le moins de risque de perdre », a noté l'un d'entre eux. Or, avec les taux négatifs, la perte est déjà actée ! Dans un autre genre, sur les actions, les investisseurs supportent mal les à-coups, quand bien même, un horizon de temps suffisamment long et une diversification globale peut procurer des résultats satisfaisants... Voilà pour les données du problème. Pour le reste, à chacun sa recette ! « Sur la partie obligataire, nous avons réussi à garder une approche de long terme », explique l'un des investisseurs institutionnels, en précisant qu'en termes de rendement, la question se pose sur l'allocation en dette souveraine. Las, lorsqu'il s'agit de réduire la poche taux et les OAT, les réticences et les pressions politiques sont perceptibles », a-t-il ajouté. Pourtant, le risque est clairement du côté des Etats dont les situations financières ne sont pas bonnes. Ce qui n'est pas le cas des entreprises.

Si il faut bien admettre que l'OAT – entre autres souverains - n'est plus sans risque, comment remédier à cette situation ? Un investisseur institutionnel a insisté sur son choix de « globaliser » ses portefeuilles en investissant sur des marchés des économies développées et aussi émergentes et, dans la catégorie des produits de taux, en s'ouvrant aux titres « world corporate » et « world govies ». « Nous avons pensé réduire la durée mais dans ce cas-là, nous abandonnions du rendement, sans parler d'un éventuel coût d'opportunité », a-t-il expliqué. « Aussi avons-nous finalement préféré une gestion active de la durée ».

Côté actions en revanche, les taux de dividendes restent très attractifs. Pour Christophe Belhomme, ces derniers sont d'indéniables facteurs de soutien pour ce type de placement. Pour des raisons de liquidité, l'un des intervenants a précisé sa préférence pour les grandes capitalisations. Mais tous ne suivent pas la même stratégie. Un investisseur qui profite d'horizons longs, a expliqué rechercher les moyennes capitalisations qui se comportent comme du private equity. « Mais il faut veiller à trouver différents fonds – diversifier en somme - car vu la taille de la classe d'actifs, plus le fonds est important, moins la performance est bonne », a-t-il précisé. « Ensuite, nous avons réalisé un assemblage de plusieurs styles de gestion alternatives avec néanmoins un point commun à chacun des fonds : le recours à des stratégies d'arbitrages pour capter des écarts de rendements. Voilà qui permet au moins d'assurer le capital », a-t-il poursuivi.

Se protéger contre la volatilité des marchés

Dans les faits, l'illiquidité fixe-t-elle des limites aux différents investisseurs présents ? Tout dépend en fait de leur nature. Ce n'est pas le cas par exemple pour les investisseurs qui ont un passif long. « Cela étant, le vrai problème est plutôt l'illiquidité des classes d'actifs traditionnellement liquides », a noté Christophe Belhomme, qui a aussi pointé la difficulté de mesurer ce phénomène. D'autre part, la disparition d'intervenants, notamment les BFI, est en partie responsable de la volatilité sur les marchés obligataires », a-t-il ajouté, « et compte tenu des investissements massifs sur des classes d'actifs comme le high yield, on peut s'interroger sur ce qu'il se passera lorsque les investisseurs sortiront tous en même temps ». D'ores et déjà, on voit pointer un nombre croissant de fonds affichant des valeurs liquidatives hebdomadaires ou bimensuelles ou encore l'existence de fonds datés », a indiqué un investisseur.

Certains gérants pointent pour leur part une prime d'illiquidité « plutôt mal rémunérée ». Dans le private equity, le rendement est très souvent meilleur pour la société de gestion que pour l'investisseur si l'on en croit l'un d'entre eux. « Il faut mener une analyse très fine et démontrer toutes les sources de rendements si l'on veut faire en sorte que les clients acceptent la volatilité », a-t-il précisé, car les marchés ont désormais un mode de fonctionnement qui rend la prise de décision pour un client extrêmement complexe.

Quels moyens les investisseurs utilisent-ils pour se protéger de la volatilité des marchés ? En matière de protection, la volonté de suivre des stratégies « overlay » (de couverture) sur les actions a été abandonnée par certains pour des questions de coûts, tandis que d'autres y ont encore recours mais de façon mesurée.

A noter que des produits structurés de type « clés en main », permettent de faire de l'overlay par délégation. Cependant, cette technique fonctionne lorsqu'il s'agit de produits à échéance, mais ces produits ne font pas de miracle dans des scénarios brutaux comme le Brexit. Compte tenu de leurs barrières désactivantes, beaucoup d'entre eux ont plongé. Dans un genre un peu différent, les structures de type CPPI n'ont pas séduit les investisseurs présents. Ce type de fonds qui permet au gérant d'ajuster régulièrement l'exposition aux actifs risqués et non risqués afin d'assurer la protection du capital investi peut néanmoins répondre à leur problématique, à condition toutefois de garder présent à l'esprit que cette technique n'est pas sans risque, notamment lorsque le niveau d'exposition à l'actif risqué devient, provoquant sa « monétarisation ». Enfin, la question de l'intérêt de l'approche en minimum variance a également été abordée.

En matière de gestion des risques, la notion d'horizon d'investissement est très importante

« Finalement, en matière de gestion des risques, la notion d'horizon d'investissement est très importante », a rappelé Christophe Belhomme, « car on ne gère pas de la même façon selon que l'on a 5 ans, 10 ans ou 30 ans devant soi ». En outre, la diversification est essentielle. Si elle est positive sur la durée, il ne faut pas avoir à vendre au mauvais moment... » Mieux vaut avoir également des visions critiques sur les corrélations, et élaborer des scénarii alternatifs le cas échéant. Ce qu'a confirmé un gérant qui a fait part de ses travaux en la matière. « Nous avons réalisé des études sur des fonds flexibles et nous nous sommes aperçus d'une dispersion de performances considérables. En pratique, nous avons constitué un portefeuille de fonds de cette nature et nous avons abouti à un rendement décevant. La décorrélation ne nous apportait rien, au niveau de chaque produit. En revanche, dans les chutes de marché, les fonds se corrélaient vite... »

Enfin, à titre de conclusion, les investisseurs se sont exprimés sur le poids des contraintes réglementaires qui leur étaient imposées. Aucun n'étant soumis à Solvency II, il a été question des mesures qui à terme vont les contraindre à inscrire des scénarios dans les prospectus d'un fonds. Ils pourront avoir un pouvoir persuasif. Dans quelle mesure pourront-ils influencer le gérant, s'est interrogé l'un d'entre eux en notant que sur un fonds flexible, la tâche sera difficile. Il n'empêche que pour Christophe Belhomme, cette plus grande transparence, cette plus grande pédagogie pour les investisseurs, va incontestablement dans le bon sens...

La valeur des investissements et du revenu en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse et vos clients ne sont pas assurés recouvrir l'intégralité des sommes investies

Pour de plus amples informations, rendez-vous sur le site aberdeen-asset.fr pour obtenir les coordonnées de votre représentant local Aberdeen.

Informations importantes

Les informations que contient cette brochure marketing ne constituent ni une offre ni une sollicitation en vue de conclure des transactions portant sur des valeurs mobilières ou des instruments financiers quelconques comme défini sous la directive européenne 2003/125/EC. Aberdeen Asset Managers Limited ('Aberdeen') ne garantit pas l'exactitude, le caractère opportun ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document et rejette expressément toute responsabilité en cas d'erreur ou d'omission.

Les éléments de recherches ou les analyses utilisés pour préparer ce document ont été réalisés par Aberdeen à cette fin et ont pu être commandités dans ce but. Les résultats ainsi obtenus sont accessibles seulement par hasard, et l'exactitude des informations fournies n'est pas garantie. Certaines informations présentées dans ce document peuvent contenir des prévisions ou autres déclarations prospectives concernant des événements futurs ou la performance financière future de pays, de marchés ou de sociétés. Ces déclarations ne sont que des prévisions et la réalité peut se révéler très différente. Les lecteurs doivent évaluer par eux-mêmes la pertinence, l'exactitude et l'adéquation des informations contenues dans ce document et mener de façon indépendante les enquêtes qu'ils jugent nécessaires ou appropriées aux fins de cette évaluation. Toute opinion ou estimation présentée dans ce document est de caractère général et ne doit pas être considérée par le lecteur comme un conseil. Ni Aberdeen, ses délégués ou ses agents n'ont porté la moindre attention et n'ont recherché de renseignements sur les objectifs d'investissement, la situation financière ou les besoins particuliers du lecteur, d'une personne en particulier ou d'un groupe spécifique de personnes. Aucune garantie d'aucune sorte n'est donnée et aucune responsabilité n'est endossée pour toute perte provenant directement ou indirectement des agissements du lecteur, de toute personne ou groupe de personnes, relative à toute information, opinion ou estimation présente dans ce document. Aberdeen se réserve le droit de modifier ou d'apporter des corrections aux informations contenues dans ce document à tout moment et sans préavis.

Publié dans l'UE par Aberdeen Asset Managers Limited ("AAML"). Immatriculé en Écosse sous le n° 108419. Siège social : 10 Queen's Terrace, Aberdeen, AB10 1YG. Organisme autorisé et régulé par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.