



## Investisseurs... investissez !

### Les fonds diversifiés plus volatils que les marchés !

Les marchés semblent s'être un peu assagis cette année. La volatilité des actions est au plus bas depuis cinq ans et celle des obligations, malgré la hausse récente des taux d'intérêts, est inférieure aux niveaux observés en 2011 et 2012. Pourtant, après avoir bien résisté à deux crises majeures, les portefeuilles diversifiés ont récemment vu leur volatilité fortement augmenter. Comprendre ce paradoxe est essentiel car les raisons du succès passé de ces allocations globales en font aussi le risque d'aujourd'hui. Leur retournement pourrait avoir d'importantes répercussions sur les marchés, et de manière d'autant plus sournoise qu'elles ne sont pas visibles au premier regard.

La volatilité des marchés n'explique en effet que très partiellement le risque d'un portefeuille diversifié, qui repose aussi largement sur les liens, les *corrélations* entre actifs. Lorsque ceux-ci évoluent de manière indépendante, voire inverse, la performance du portefeuille est largement amortie. C'est le concept de *diversification* qui, en moyenne, rend le risque d'une allocation globale plus faible que la simple somme des risques de ses parties. De surcroît, les instruments financiers modernes, notamment les produits dérivés, permettent d'exploiter les corrélations de manière dynamique. Ces *stratégies de couverture* permettent notamment de « protéger » rapidement les investissements lorsqu'un danger se présente.

Ces deux moteurs de réduction du risque, largement exploités dans les allocations globales, ont successivement perdu de leur puissance ces dernières années, pour finalement se gripper ces dernières semaines et provoquer une hausse de la volatilité de beaucoup de portefeuilles dans des marchés au demeurant plutôt calmes.

### Diversification et couverture, les enfants terribles de la déréglementation financière

L'utilisation de la diversification fut au départ favorisée par la déréglementation financière des années 90. Les investisseurs des pays développés ont progressivement pu investir à l'étranger, et profiter de nouvelles opportunités sans pour autant voir leur risque s'accroître, grâce à la faible corrélation avec leurs investissements traditionnels. Les comportements des marchés ont été assez différents entre pays émergents et pays développés, ou entre actions, obligations et devises.

Simultanément, les banques ont profité de la déréglementation pour développer une large offre de produits dérivés qui furent progressivement intégrés dans les allocations d'actifs pour évacuer les risques indésirables, ou bien rapidement protéger les portefeuilles en cas d'événement imprévu.

Ces développements parallèles ont d'abord eu de vraies vertus puisqu'ils ont amélioré le fonctionnement du marché au profit des consommateurs, en réduisant le risque tout en préservant les perspectives de performance. Séduits par ces avancées, les investisseurs ont souscrit massivement dans les fonds diversifiés ou ont appliqué eux-mêmes, en direct, la logique d'allocation d'actifs équilibrée. Jusqu'au milieu des années 2000, la déréglementation a bénéficié à tous.

### Trop de recours à la diversification tue la diversification

Depuis, la diversification a progressivement perdu de sa valeur. Certes, de plus en plus d'investisseurs sont devenus totalement libres de leur choix, mais en appliquant une recette identique, ils se sont retrouvés avec des investissements très comparables. Ils ont ainsi transformé le marché en bloc monolithique, de sorte que, lorsqu'un choc survient, la crise des sub-primes en l'occurrence, tous se retrouvent à ajuster leur portefeuille de la même façon et au même moment. Les actifs évoluant alors de concert, la *diversification* est aux abonnés absents au moment même où elle aurait été la plus utile. En termes concrets, une brutale hausse de la volatilité, bien au-delà de celle des actifs sous-jacents, s'ajoute à la chute des performances. Depuis cette date, la diversification est restée largement illusoire, réduisant inutilement les risques en période de calme et les augmentant à chaque choc, tel le parapluie qui coince à la tombée des premières gouttes.

### Quand les refuges sont saturés, ils cessent d'être des refuges

Tout en confirmant le deuil de la diversification, les deux crises de 2008 et 2011 auront eu pour effet de décupler l'aversion au risque des investisseurs. Ceux-ci ont fortement rapproché leur horizon d'investissement, en signe d'une forte intolérance aux périodes de sous-performance. Le marché est ainsi resté monolithique, mais cette fois en recourant de plus en

**Les moteurs de réduction de la volatilité sont aujourd'hui épuisés**

**Fini le spleen des faux-semblants ; retour aux sources de l'investissement**

plus aux stratégies de couverture, particulièrement efficaces en absence de diversification. L'épuisement du premier moteur a doublé la puissance du second. Encore une fois, la surutilisation d'une même stratégie par tous les intervenants a fini par peser sur l'efficacité de la stratégie elle-même. Les grands actifs de couverture ont été progressivement vidés de leur substance. Ils sont tombés un à un de leur propre poids, parfois aidés par les gouvernements ou les banques centrales, conscients du risque d'accueillir à eux seuls les réfugiés du monde entier. Le franc suisse, utilisé massivement en 2011 face à la crise européenne, a ainsi perdu son statut en quelques heures avec l'intervention de sa banque centrale. L'euro, utilisé à la vente pour les mêmes raisons, a ensuite surpris nombre d'investisseurs par sa forte performance après les déclarations de M. Draghi l'été dernier au point d'emporter le prix de la plus-forte-devises de ces douze derniers mois ! Fin 2012, le yen, valeur refuge historique s'il en est, est à son tour victime du nouvel activisme monétaire de son gouvernement. Enfin, plus récemment, ce sont l'or et les obligations des grands pays développés qui chutent : près de 1% de hausse des taux dix ans américains en moins d'un mois, plus fort mouvement depuis 1994, et -30% sur l'or, du jamais vu depuis les années 80.

Après la disparition de la diversification, la liste des refuges possibles s'est ainsi inexorablement réduite. C'est la disparition de ces toutes dernières options disponibles qui a provoqué l'accélération récente de la volatilité des portefeuilles globaux. Il n'y a plus d'arbre derrière lequel se cacher.

Les deux moyens traditionnels de réduction du risque d'une allocation globale sont donc bel et bien épuisés, victimes de leur surconsommation. *Diversification* et *couverture* se sont avérées être des denrées tarissables. Il faudra sans doute plusieurs années pour qu'elles se régénèrent. Pire, c'est par la dislocation des marchés et l'éclatement des investisseurs qu'elles le feront. Le mois de juin n'est que le prélude de ce phénomène. Malgré cet épisode, les expositions sur les obligations du G3 et l'or, accumulées au fil des ans pour *réduction des risques*, restent encore très importantes. Par ailleurs, les capitaux investis dans les pays émergents pour y chercher une diversification devenue aujourd'hui illusoire sont très loin d'avoir été rapatriés.

L'augmentation de la volatilité des produits globaux devrait forcer nombre d'investisseurs à revoir leurs choix, eux qui avaient investi dans ces produits précisément pour bénéficier d'une volatilité faible. La fin de l'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis et le ralentissement des pays émergents devraient donner une justification économique à leur réallocation. Au regard des capitaux en jeu après cinq années d'investissements facilités par le financement des banques centrales hyperactives, le retour à un fonctionnement normal des marchés pourrait être extrêmement violent.

La correction du mois de juin doit être comprise comme un signal d'avertissement. La saison des choix stratégiques qui s'ouvre à l'automne devrait être marquée par de profondes réallocations associées à un puissant mouvement de rapatriement des capitaux : des pays émergents vers les pays développés d'une part, et des obligations à haut rendement vers les actions d'autre part. Cela passera inévitablement par une hausse de la volatilité qu'il ne sera cette fois pas possible de camoufler.

Pour tout investisseur, ceci n'est bien sûr pas une bonne nouvelle puisqu'il sera plus difficile d'absorber la volatilité des marchés. Mais s'il n'est jamais drôle de se voir déclarer malade, c'est tout de même la première étape vers la guérison. Tous devenus accros à une drogue dont les effets sont allés décroissants, le temps de la désintoxication est venu. La sobriété des marchés veut qu'un surcroît de rendement s'accompagne souvent d'une plus grande volatilité à court terme ; qu'une vraie perspective de gain en capital demande parfois de la patience ; que l'utilisation de stratégies de couverture est devenue aléatoire, et n'apporte dans le meilleur des cas qu'une moindre volatilité à la semaine ou au mois, souvent au prix d'une réduction importante des perspectives de gain ; qu'une moindre volatilité passée n'est pas toujours synonyme d'une bonne maîtrise des risques futurs. Bref, il faut aborder la période de troubles qui s'annonce en revenant au vieux principe de la *valeur* du placement, avec son risque et son horizon. Investir sans artifices, sans faux-fuyants, sans détour. Investir en assumant pleinement les conséquences, tout simplement.

*Edité à Londres le 22 juillet 2013.*

Ce document est destiné à des clients professionnels. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de H2O Asset Management LLP. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par H2O Asset Management LLP à partir de sources qu'elle estime fiables. H2O Asset Management LLP ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.