Qu'est-ce que la gestion des risques ?

Juillet 2016

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Longueur
7 minute(s) de lecture

A destination des investisseurs professionnels uniquement._
_Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.

Une gestion sans audace n'est pas performante, tandis qu'une gestion sans discipline est dangereuse

Les investisseurs sont notoirement mal à l'aise quand il s'agit de gérer le risque que constitue pour leur épargne l'approche d'une échéance politique. La récente correction des marchés suite au référendum britannique sur le fameux " Brexit " vient d'illustrer de façon éclatante le danger des paris binaires, a fortiori quand on ne peut se prévaloir d'une quelconque valeur ajoutée. Le risque de Brexit étant presque exclu par les derniers sondages publiés, un très grand nombre d'investisseurs s'étaient en effet engouffrés dans cette soi-disant évidence. Ce faisant, ils violaient dans un même geste deux règles élémentaires de la gestion des risques : 1) toujours garder une pensée libre, en ayant le courage d'aller contre le consensus, a fortiori quand il est unanime. 2) se garder des risques très asymétriques. En l'espèce, le risque associé au référendum l'était visiblement : un vote "Remain" eut été un quasi non-événement, tandis qu'une majorité surprise s'exprimant en faveur du "Leave" aurait immanquablement un fort impact négatif sur les marchés, ce qui advint.

Cet épisode permet aussi de rappeler que la gestion des risques ne s'arrête pas là. Les marchés étant désormais douchés de leur brève exubérance spéculative, il va s'agir maintenant d'intégrer cet événement nouveau dans une analyse du risque objective, et juger si les marchés n'auraient pas été cette fois exagérément aveuglés par la peur. Car la gestion des risques consiste aussi à oser en prendre, fût-ce à être souvent en avance, fût-ce à se tromper aussi parfois. Avant d'être une question d'expertise technique, la gestion des risques est d'abord une affaire de jugement et de caractère. Pour le dire de façon imagée, l'expertise, c'est savoir que la tomate est un fruit de la famille des Solanacées, la sagesse c'est de ne pas en mettre dans la salade de fruits.

L'affaiblissement de la croissance globale constituait déjà le risque principal pour les marchés, le Brexit conforte cette analyse

Le vote britannique n'aurait pas tant d'importance si l'économie mondiale n'était pas aussi fragile. Il faut garder à l'esprit le changement de régime de marchés sur lequel nous insistons dans nos Notes depuis le mois de juillet 2015 ("La grande transition a commencé"), et que nous rappelions encore en mars ("Les somnambules") et en avril dernier ("Danse sur un volcan"). La hausse de 70% des marchés actions mondiaux de 2011 à 2015, en dépit de résultats d'entreprises inchangés sur la période, reposait principalement sur un acte de foi. Elle faisait le pari que ce ne serait qu'une question de temps avant que les résultats des entreprises augmentent, sous l'effet d'une croissance globale plus soutenue, grâce à l'action insistante des Banques centrales. Or cette confiance a commencé à être déçue à partir de 2015. Au moment où la Banque centrale américaine mettait fin à son troisième cycle de création monétaire, les résultats des entreprises initiaient un déclin global.

Dès lors, les marchés actions commençaient à rendre leur performance passée, et la baisse des taux longs s'aggravait. La crédibilité de la Banque du Japon et de la BCE commençait à son tour à s'effriter, rendant le faible niveau de croissance atteint (près de huit ans après la faillite de la banque Lehman Brothers, il y a toujours en zone euro 4,5 millions de chômeurs de plus qu'en 2007) d'autant plus vulnérable à tout choc externe. Trois "chocs" se sont produit depuis lors : la dévaluation du renminbi en août 2015, l'effondrement des prix pétroliers en janvier 2016, et maintenant le vote sur le Brexit, faisant à chaque fois peser une menace nouvelle sur la croissance globale, et nourrissant l'instabilité des marchés.

Les risques économiques et politiques enchevètrés

Le manque de croissance économique commence à produire des effets politiques visibles. Aux États-Unis, la stagnation du salaire réel moyen depuis 2000, a fortiori quand le Quantitative Easing a largement enrichi les ménages les plus aisés, alimente la popularité des postures populistes et protectionnistes de Donald Trump. En Europe, la faiblesse des perspectives économiques au sein de l'Uniona joué un grand rôle dans l'incapacité de David Cameron à convaincre une majorité d'électeurs britanniques d'y associer leur destin. Les mêmes causes produisant les mêmes effets, le manque de succès économique en Europe risque de continuer d'alimenter la montée du mécontentement (en juin 2014 déjà nous intitulions notre Note "L'Europe malheureuse", et en décembre de la même année "Lost in Stagnation"). Les votes de protestation grandiront lors des prochaines échéances électorales si l'Europe ne retrouve pas le chemin de la croissance, et feront alors poindre le spectre de la désintégration. Si elle veut éviter les dangers d'une réflexivité croissante entre tensions politiques et ralentissement de la croissance, l'Europe, et l'allemagne au premier chef, vont donc devoir prendre la mesure des risques associés au maintien de l'orthodoxie économique.

Paradoxalement, le choc du Brexit pourrait-il constituer un électrochoc bienfaisant, sinon salvateur ?

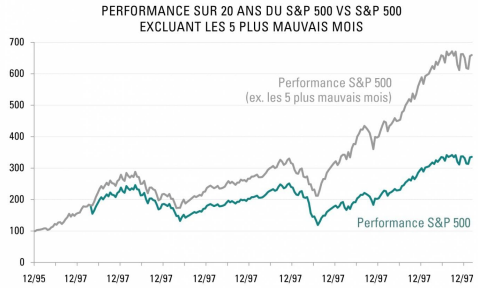
Ainsi, il devient plausible que les marchés commencent à se positionner pour la phase suivante, qui consisterait en la reconnaissance de l'inefficacité économiques des politiques monétaires, fussent-elles non conventionnelles, en anticipant que des politiques de relance budgétaire, jusqu'à présent considérés comme "impossibles" eu égard à l'état des finances publiques, commencent à faire leur chemin. Politiquement, la classe politique "traditionnelle" ayant senti le vent du boulet sera-t-elle capable d'un sursaut inespéré ? En tout cas, les électeurs modérés tentés par les rhétoriques de rupture pourraient mieux percevoir dans la crise politique, voire économique, dans laquelle s'est fourvoyée la Grande Bretagne le danger de jouer avec le feu.

La reddition en rase campagne de Boris Johnson quelques jours après le "triomphe" de sa campagne pour le "Leave" pourra également encourager l'esprit critique à l'égard des arguments grossièrement démagogiques. Sous cet angle, les résultats plus faibles qu'attendu du mouvement Unidos Podemos aux dernières élections générales espagnoles, qui ont immédiatement suivi le vote sur le Brexit, sont encourageants. En attendant, il est à tout le moins probable que le soutien des banquiers centraux soit confirmé, voire renforcé à court terme. La Banque d'Angleterre l'a déjà indiqué, et aux États-Unis, la Fed sera probablement encore plus hésitante désormais à opérer un resserrement des conditions financières.

Priorité à l'équilibre des portefeuilles

Les risques accrus de ralentissement économique global nous encouragent à maintenir inchangée la construction globale de nos portefeuilles. Leur diversification géographique, ainsi que leur équilibre entre valeurs à forte visibilité, crédit européen du secteur bancaire, valeurs aurifères, devises refuges, obligations du Trésor américain, qui ont parfaitement joué leur rôle lors de la baisse des marchés du 24 juin, seront maintenus. L'instabilité des marchés, confirmée maintenant par trois fois, et conforme à nos anticipations, nous conforte par ailleurs dans le choix d'une gestion très active des taux d'exposition, afin d'exploiter au mieux les mouvements intermédiaires de marchés.

En dépit de son évidence apparente, cet objectif de long terme n'a rien de trivial : des analyses indépendantes montrent que les meilleures gestions à long terme affichent un taux de bonnes décisions d'environ 60%. Mais toutes les erreurs ne sont pas nées égales : à titre d'exemple, les cinq plus mauvais mois de l'indice S&P 500 en vingt ans lui font perdre à eux seuls 50% de sa performance (qui passe de +560% à +236%).



Une gestion sans audace n'est pas performante, tandis qu'une gestion sans discipline est dangereuse.

La gestion des risques signifie attention méticuleuse aux risques asymétriques et conscience constante de sa responsabilité à l'égard de la confiance des clients. Elle est rendue possible par la liberté de pensée.

Source : Bloomberg, 07/2016

Stratégie d'investissement

Les devises

Le vote au Royaume-Uni en faveur de la sortie de l'Union européenne a envoyé des ondes de choc sur l'ensemble des marchés. Comme nous l'avions anticipé, les mouvements les plus violents ont été enregistrés sur le change, avec un affaiblissement significatif de la monnaie britannique et une hausse toute aussi significative du yen japonais qui a bien joué son rôle de monnaie refuge.

Si l'euro s'est déprécié face au dollar à la suite du référendum britannique, sur l'ensemble du mois il a fait preuve d'une relative stabilité face au billet vert. Dans ce contexte, notre stratégie de change équilibrée mais active, avec des positions acheteuses sur la devise japonaise et des couvertures sur la livre sterling, aura positivement contribué à la gestion des risques pour traverser cette période volatile.

Les taux

Les emprunts refuges comme les obligations américaines, allemandes ou japonaises auront pleinement joué leur rôle à la suite du vote sur le Brexit en enregistrant des baisses de taux de l'ordre de 10 à 30 points de base. Pour autant les autres marchés obligataires souverains n'auront pas connu de tensions majeures. Les obligations périphériques européennes ont ainsi vu leurs rendements rester bien en deçà des niveaux du début d'année. Mieux encore, les obligations souveraines émergentes de pays comme le Mexique ou le Brésil ont vu leurs taux poursuivre leurs mouvements de baisse.

Les craintes suscitées par le Brexit quant aux perspectives de croissance, conjuguées aux indications renouvelées des Banques centrales qu'elles se tenaient parées à amortir le choc, ont créé un climat porteur pour l'ensemble de l'univers obligataire. En conséquence, nous avons conservé notre sensibilité modérée et notre positionnement diversifié entre obligations périphériques européennes, obligations privées et obligations souveraines émergentes.

Les actions

Après avoir à tort anticipé un vote " Remain " au Royaume-Uni, les marchés actions ont fortement corrigé pour finalement se reprendre dans les derniers jours du mois. La performance nette qui résulte de cette instabilité demeure particulièrement mauvaise pour les marchés de la zone euro, ainsi que pour le marché japonais qui aura chuté finalement de plus de 7,5%. A l'inverse, profitant de la soupape de sécurité que lui a procuré la baisse de la livre sterling, le marché britannique s'est inscrit parmi les plus robustes avec une hausse de 5% sur la période.

Ces mouvements traduisent parfaitement l'importance d'une structure de portefeuille équilibrée, et de la prise en compte du change dans une gestion des risques. Notre positionnement sur des valeurs peu sensibles au cycle économique telles que les sociétés du secteur de la santé (la thématique de la longévité étant notre première pondération au sein de notre stratégie globale), de même que l'intégration de positions à même de piloter le risque global des portefeuilles (telles que nos mines d'or qui ont progressé de plus de 15% sur le mois), ont permis à notre approche patrimoniale de jouer son rôle dans cette période chahutée.

Les matières premières

Carmignac Portfolio Commodities a enregistré une performance stable au cours du mois de juin. En ligne avec notre gestion globale des risques nous avons renforcé en début de mois notre exposition sur les mines d'or en introduisant la valeur Royal Gold en portefeuille. Nous avons également bâti en cours de mois une position sur la valeur pétrolière ENI.

Nous avons enfin mis à profit la volatilité des marchés pour augmenter à bon compte le taux d'exposition du Fonds en fin de mois.

Fonds de fonds

Nos Fonds de fonds ont enregistré une performance stable au cours du mois de juin. Notre positionnement équilibré aura été la pierre angulaire de notre gestion des risques pour permettre aux différents profils d'absorber la volatilité des marchés.

Informations légales importantes

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.