

TRANSFORMER L'ILLIQUIDITÉ EN OPPORTUNITÉ

Trois questions à Michel Donegani, CEO de Prisminvest

Quelles sont les caractéristiques macro-économiques et de marchés déterminantes pour l'industrie des fonds en 2016 ?

Les prémices de changement de décor sont apparues dès l'été dernier. Des événements a priori indépendants sont venus perturber le tranquille « train train » haussier des marchés financiers des pays développés : changement de politique de la FED, augmentation sans fin de la taille du corset réglementaire et, finalement, la chute des matières premières. Les marchés financiers des pays développés ont été drogués depuis la crise de 2008 par des interventions massives de leurs banques centrales. Sur cette période de près de sept années, elles ont non seulement soutenu les marchés des obligations d'État et d'actions par des achats réguliers et massifs, mais encore amené les taux d'intérêt à court terme en territoire négatif pour un grand nombre d'entre elles. À ce jour, près de 25% de la dette totale des pays développés se négocie avec des rendements négatifs...

Cette belle période de hausse est probablement terminée du simple fait que le relais de ces acheteurs sans objectif de rendement (les banques centrales) n'est pas assuré par les acheteurs traditionnels (fonds de pension, assurances, investisseurs privés...). Comment, par exemple, trouver un investisseur en obligations de la Confédération suisse s'il faut dépasser 25 ans de maturité pour obtenir un rendement positif ? Comment justifier d'un achat additionnel d'actions dans un monde en panne de réelle croissance, surtout après des années de hausses ? Comment ne pas s'interroger sur la qualité de la hausse des actions lorsque l'on sait que de très nombreuses sociétés sans croissance ont financé le rachat de leurs propres actions par une augmentation importante de leur dette... On devrait vraisemblablement entrer dans une période prolongée de marchés sans réelles tendances durables, avec des volatilités importantes. Ceci pourrait permettre à des stratégies d'allocation d'actif « actives » d'apporter de la valeur face à la stratégie de buy and hold qui avait fonctionné de manière spectaculaire (et avouons-le, frustrante) depuis 2008. Par stratégie active j'entends le fait de traiter activement les bornes définies dans l'allocation stratégique. On peut par exemple prendre des bénéfices de manière systématique pour les réinvestir dans les classes

qui ont sous-performé et dont on peut raisonnablement attendre un retour de performance relative. On peut citer comme par exemple les actions des pays développés contre les actions des pays émergents ou encore les obligations de sociétés de bonne qualité contre la dette high yield. Une stratégie à mi-chemin constant à parquer les prises de bénéfice sur du cash est également envisageable si l'on n'est pas prêt à accepter le frein psychologique de cette stratégie contrariante (on vend ce qui va bien pour aller dans ce qui a moins bien fonctionné récemment).

Dans ce contexte, quels sont les principaux défis qui s'opposent aux gestionnaires de fonds, et quelles stratégies pour les relever ?

À ce décor général dont le ton est donné par la nouvelle activité d'investissement des banques centrales vient s'ajouter la presque disparition des banques commerciales dans leur activité de market making en raison des changements imposés par les organes de régulation (Bâle III). En limitant fortement la possibilité de prise de risque de ce relais fondamental entre l'acheteur et le vendeur et dont le rôle consistait à apporter de la liquidité dans les phases de baisse, le régulateur a certes limité le risque pris par certaines banques. Mais il a simultanément créé une situation nouvelle à laquelle il faudra s'habituer : une moins grande fluidité dans les échanges. Désormais, il faudra trouver un acheteur « final » pour chaque transaction puisque ces très nombreux intermédiaires ne peuvent plus les détenir, même temporairement, pour leur compte propre. Tout investisseur peut observer concrètement ces effets sur les écrans de marché, avec des écarts de prix entre offre et demande qui ont fortement grandi, et ce d'autant plus que l'on descend dans le spectre de liquidité propre à chaque classe d'actif.

Pour être caricatural, on pourrait dire que la liquidité de certaines obligations high yield se rapproche de celle du private equity ! Ce changement structurel du fonctionnement des marchés n'est pas à prendre à la légère. Pour prendre une image : la porte de sortie (vente) est devenue plus petite que la porte d'entrée (achat). Il faut donc être conscient que certaines classes d'actifs sont devenues très

illiquides (Collateralized loan obligations – CLOs –, dette subordonnée, small caps...). On ne devrait par conséquent y investir actuellement que si l'on peut se permettre un horizon temps d'investissement plus long que par le passé. Se retrouver en situation de vendeur forcé n'est en effet jamais agréable dans un marché illiquide.

Aux deux phénomènes décrits précédemment, s'ajoute le véritable désastre touchant les marchés de l'énergie et des matières premières depuis l'été dernier. L'aspect positif est que l'on trouvera prochainement des opportunités très intéressantes dans la restructuration de la dette de ces sociétés. Mais là encore, il faudra être patient car ces processus sont parfois lents et ne conviennent pas à des investisseurs à court terme. La stratégie cyclique dite de « distress » pourrait ainsi renaître de sa léthargie de manière spectaculaire. Pour rappel, cette stratégie consiste à investir dans des sociétés en faillite et de participer à la restructuration de leur capital. Dans le cas particulier du secteur lié au pétrole, le long cycle de taux d'intérêt à la baisse avait permis à de nombreuses sociétés d'augmenter à bon compte et très fortement leur endettement pour financer des projets dont le point mort de rentabilité avait comme hypothèse un prix du pétrole largement supérieur à 50 dollars américains. Trop d'endettement et un prix du pétrole en chute libre, le scénario devient alors très sombre. Le mal sera d'autant plus profond que les cours du pétrole resteront bas longtemps. En cas de remontée rapide des prix, l'opportunité d'investir dans ces sociétés à très bon compte risque de disparaître rapidement. Mais il semble que ce scénario ne soit pas retenu par le consensus actuel. Il n'y a donc pas d'urgence à investir, mais il faut être aux aguets.

Quels conseils donneriez-vous à un investisseur pour optimiser la gestion de son portefeuille en 2016 ? Quelle(s) stratégie(s) d'investissement ?

D'une manière générale, c'est avec le filtre utilisant la notion de rendement-risque de l'illiquidité potentielle que je propose d'approcher les opportunités d'investissement dans le contexte actuel et ce, quelle que soit la classe d'actif. Idéalement, on devrait concentrer le portefeuille actions sur des instruments liquides adossés à des sous-jacents liquides afin de procéder à des rebalancements systématiques de l'allocation stratégique. On citera dans ce cas les ETF indiciels ou encore les fonds offrant une liquidité quotidienne et pouvant être traités avec des frais très faibles. Dans l'autre spectre du portefeuille, on devrait commencer à construire des positions à moyen-long terme dans des actifs moins liquides, en profitant des phases de cassures des marchés ainsi que des fenêtres d'opportunités offertes par des vendeurs forcés d'actifs peu liquides. Autrement dit,



Michel Donegani

investir dans de la dette de sociétés. On peut commencer par privilégier la bonne qualité (les papiers de bon rating ont récemment également corrigé à la baisse et offrent un supplément de rendement très intéressant face aux obligations gouvernementales), puis progressivement, si l'allocation d'actif l'autorise, explorer le high yield puis le « distress ». À l'intérieur de la classe d'actif du high yield, le choix du type de papier (obligation, loan ou CLO) est fondamental ; il présente actuellement des divergences rarement observées. Par exemple, pour du papier avec un rating identique de BB, sur les deux premiers mois de l'année, l'indice high yield américain est en hausse de +0,4%, les loans sont en baisse de -0,3%, et les CLO sont en chute de -11,9%. Si la croissance économique se maintient, offrir de la liquidité à des vendeurs forcés de CLO pourrait être la stratégie la plus profitable du prochain cycle, comme ce fut le cas après la crise de 2008.

Pour terminer, le risque de change restera sans doute le principal risque, parfois principale opportunité, de tout investissement en dehors du franc suisse. La gestion active de ce risque devrait faire partie de la stratégie globale d'allocation d'actif au minimum pour les investissements en dollar et en euro. ■