



PLAIDOYER POUR LA PERFORMANCE ABSOLUE



Bruno Syrmen

FOCUS SUR UNE METHODE DE GESTION SOUS UTILISEE EN 2020.

N'EST IL PAS TEMPS DE CONSIDÉRER ENFIN CE
MODE DE GESTION QUI PEUT FOURNIR UNE
EXCELLENTE ALTERNATIVE A DES CLASSES
D'ACTIFS EXCESSIVEMENT CHÈRES ???

Chaque année, vers la fin du printemps et la fin de l'année, les discussions sur l'allocation d'actifs en vue du nouveau semestre, respectivement de la nouvelle année, s'intensifient. Et, à l'heure où cette problématique accapare nombre de gestionnaires, il nous a paru intéressant de faire le point sur les perspectives qu'offrent les différentes classes d'actifs en cette fin de Printemps 2020, suite aux mouvements sans précédents des marchés financiers durant les cinq premiers mois de l'année.



Vu l'effroyable collapse du mois de mars et l'extraordinaire rebond des mois d'avril et mai, il nous semble opportun d'examiner les performances de 9 classes d'actifs sur les 5 premiers mois de l'année.

Ces classes sont les suivantes:

- Equities
- Core Bonds
- Credit
- Linkers (TIPS)
- Local and Foreign Cash
- Commodities
- Real Estate
- Hedge Funds
- Private Equity

Les performances à fin mai 2020 peuvent être visualisées en cliquant sur le lien ci-dessous:

- [Portfolio and Asset Class Historical YTD Returns](#)

Remarquons juste que si vous étiez long de Bonds souverains (y compris les TIPS) et particulièrement long duration, vous avez très bien performé! Et la performance annuelle est quasiment assurée ; bravo!

Pour toutes les autres classes d'actifs par contre....Les performances sur les 5 premiers mois de l'année sont négatives.

Et couvrent un très large spectre de -2.6% (REITs) à -24.5% pour les commodities sous l'effet de l'effondrement des cours du Brut.

Même le traditionnel portefeuille dit 60/40, star de la décennie écoulée, ressort avec un pauvre -3.6%, même avec 40% de Bonds....



L'un des éléments les plus importants quand on considère une allocation potentielle dans une classe d'actifs est le retour que l'on en attend sur un horizon de temps donné. Ce critère est bien entendu loin d'être unique, puisque l'on doit prendre en compte d'autres contraintes comme la volatilité des investissements par exemple, mais c'est celui-ci que nous allons étudier en détails dans ce qui suit.

Pour commencer, en cliquant sur le lien ci dessous:

<https://interactive.researchaffiliates.com/asset-allocation#!/?currency=USD&group=core&model=ER&models=ER&scale=LINER&terms=NOMINAL>

vous verrez un chart tiré de l'excellent site de Asset Allocation Interactive qui indique les retours réels sur investissements, sous un ensemble d'hypothèses (1.8% d'inflation par an aux USA entre autres), attendus sur les 10 prochaines années pour les différentes classes d'actifs déjà mentionnées. Sur l'axe horizontal sont indiqués les niveaux de volatilité annualisée attendus pour la classe d'actif, et sur l'axe vertical, le retour annualisé réel attendu, en USD, à 10 ans.

Les points gris reliés par les pointillés marquent les retours espérés d'un « portefeuille dit efficient » pour les principaux niveaux de volatilité : de 4% à 14% (de 2% en 2%). Ces niveaux de volatilité sont souvent utilisés par les gérants de fonds comme des contraintes à respecter. Ce que représentent ces points se lit de la façon suivante : un portefeuille « efficient » avec une volatilité de 4% maximum par an rapporterait 1.7%.

Pour ceux qui préfèrent, ou sont habitués à, visualiser les choses sous forme de bar chart, veuillez vous reporter au lien ci-dessous :

<https://interactive.researchaffiliates.com/asset-allocation#!/?currency=USD&group=core&model=ER&models=ER&primary=expected-returns&scale=LINEAR&terms=NOMINAL>



A la lecture détaillée de ce graphique, plusieurs constatations s'imposent : - A une exception près, le CASH Emerging Markets (+3.7% p.a), tous les actifs les moins volatils (volatilité attendue de moins de 10%) rapporteront moins de 2% par an. Et dix d'entre eux, essentiellement des bonds, souverains ou corporates y compris les obligations à « haut rendement », de diverses maturités procurent un rendement négatif ! - Les deux seuls actifs au retour annualisé réel sur investissement potentiellement supérieur à 6% sont les actions des Emerging markets (+7.7% avec une volatilité attendue supérieure à 20%) et les LBO Européens (+7.3% mais une volatilité espérée de 29.2%).... - Deux autres, et deux seulement, rapporteraient potentiellement plus de 4% p.a: le Crédit EM (+4.2%) et les actions EAFE (Marchés développés sauf USA et Canada :+5.6%). - Et même l'immobilier US qu'il soit commercial ou résidentiel « papier » (les REITS US) ne donnerait qu'un pauvre rendement (+2.1% et +1.3% respectivement) pour une volatilité attendue très élevée (12.5% et 23.1% respectivement).... - Les actions US étant pour leur part confinées à la zone « sub 2% » (+0.7% pour les grosses capitalisations et +1.4% pour les petites compagnies...) –

De même il ne faut, selon eux, pas espérer de performances spectaculaires de la part des Hedge Funds standards (les 2 points jaunes) qui ne rapporteraient que +3.5% , respectivement +1% annuellement avec des volatilités de 11.7% respectivement +8.8% sur 10 ans. –

Même le portefeuille référence de ces dernières décennies, le célèbre 60/40 finirait à peine à l'équilibre : un très maigre +0.2% réel chaque année.... Il est donc clair que bâtir un portefeuille avec des objectifs de retour sur investissement à long terme que l'on qualifierait de décent est devenu extrêmement difficile.

Comme le montre J. P Hussman (Hussman Investment Trust) dans un récent article (cf annexe) : « A présent, nos estimations pour les retours à 12 ans d'un portefeuille passif diversifié conventionnel sont plus basses qu'elles ne l'ont jamais été sauf à la veille du crash d'octobre 1929. » Il précise que le retour annualisé espéré sur les 12 ans est en fait un très maigre +0.46%.....

C'est la raison pour laquelle tous les départements de gestion d'actifs et de gestion de fortune ont récemment développés de nouveaux modèles d'allocation stratégique d'actifs.

A titre d'exemple, BNP Paribas Wealth Management propose ainsi 3 portefeuilles types avec des objectifs de rendement annualisé de 4%, 5% et 6% à un horizon de 5 à 10 ans. Voici les résultats que leur modèle renvoie:

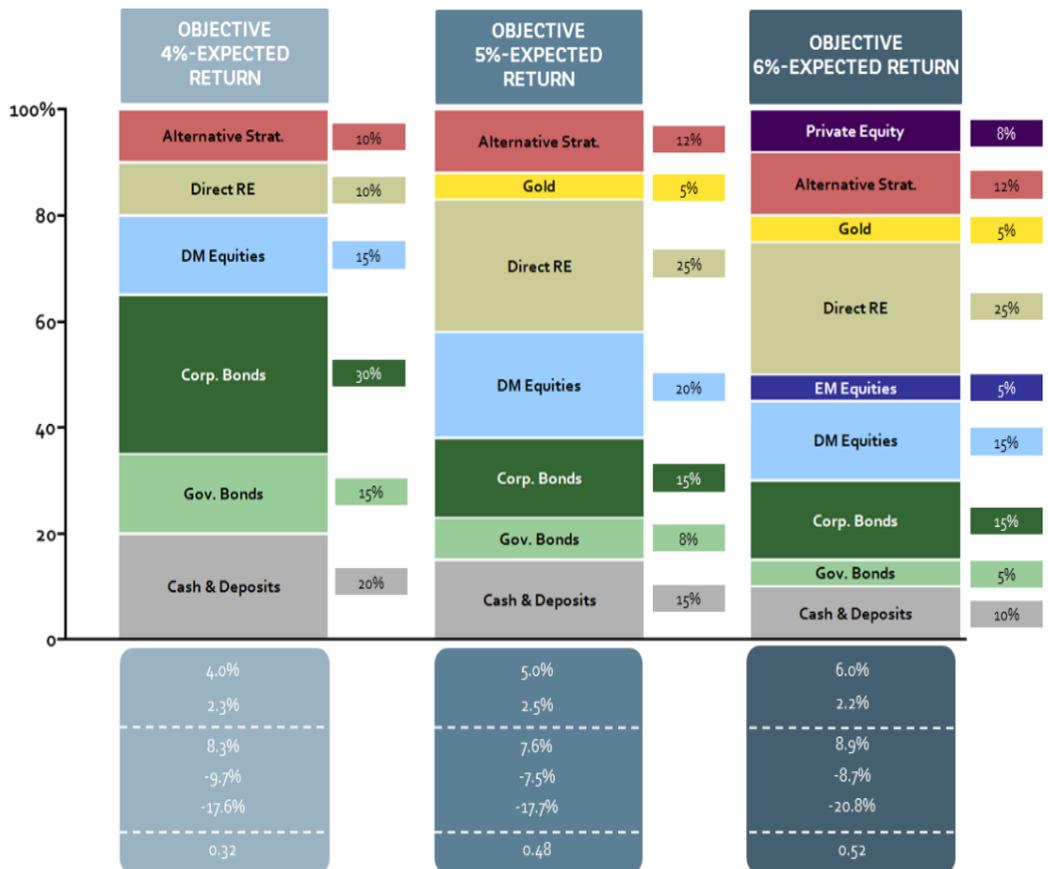


Chart 1: source : BNP Paribas Wealth management

En regardant attentivement, il apparait clairement qu'avec leur modèle d'allocation stratégique, pour obtenir un rendement annualisé de 5 ou 6% (avec des volatilités attendues de 7.6% ou 8.9%) vous DEVEZ diversifier vos actifs et investir significativement dans des secteurs moins classiques que les actions ou les obligations. En fait l'allocation pour les actions en général est au plus de 20% et celle des bonds est limitée à 20 ou 23% ! Alors qu'un quart du portefeuille consiste en investissements immobiliers directs...



La poche qui nous semble intéressante est celle des stratégies alternatives. Nous ne discuterons pas le montant alloué, 10 ou 12%, à notre sens un peu faible, mais plutôt sa constitution.

La plupart des Hedge Funds peuvent être regroupés sous l'appellation de fonds a Performance Absolue (Absolute Return).

Ces fonds visent à délivrer une performance positive, et stable, quelles que soient les conditions de marché plutôt qu'une surperformance par rapport à un indicateur ou indice de référence. Du fait de leur moindre corrélation au marché, ils sont utilisés pour parer aux périodes de baisse de marché ou de forte volatilité comme celles que nous pouvons observer lors des crises financière ou lors des périodes d'incertitude (politique, économique ...). Ces fonds constituent donc de bons outils de diversification des portefeuilles et de gestion des risques. Mais le nombre de stratégies différentes qu'ils utilisent est très important. Il y a bien sûr les traditionnels et bien connus Long/Short, les Global macro, les Event Driven, mais aussi des stratégies plus confidentielles, comme les Distressed Credit, les CTA et les fonds systématiques quantitatifs.

Si l'on se reporte au second graphe présenté en page .2, le « boost » apporté par des Hedge Funds classiques (Long/Short Equities) sera minime (rappel :1% et 3.5% p.a). Dès lors, il nous semble intéressant à ce stade de suggérer l'utilisation de stratégies, et donc de fonds, peu ou pas assez connus et donc relativement sous-employés : les fonds systématiques à performance absolue « Momentum driven ».

Ces fonds présentent plusieurs avantages. Un premier avantage, fondamental, de ces fonds à performance absolue est la gestion qu'ils font des risques de marché. En effet, la volatilité et les risques ayant considérablement augmenté sur les marchés depuis janvier 2018, comme on l'a encore vu en mars et avril de cette année, des positions sur lesquelles les investisseurs dorment confortablement rassurés par le confortable niveau de plus values potentielles peuvent être laminées en quelques jours.

A titre d'exemple nous citerons juste l'évolution du cours de l'ETF US investment-grade bond ETF (LQD) , le plus gros et donc a priori le plus liquide, qui a abandonné une decennie entière de gains en quelques jours....



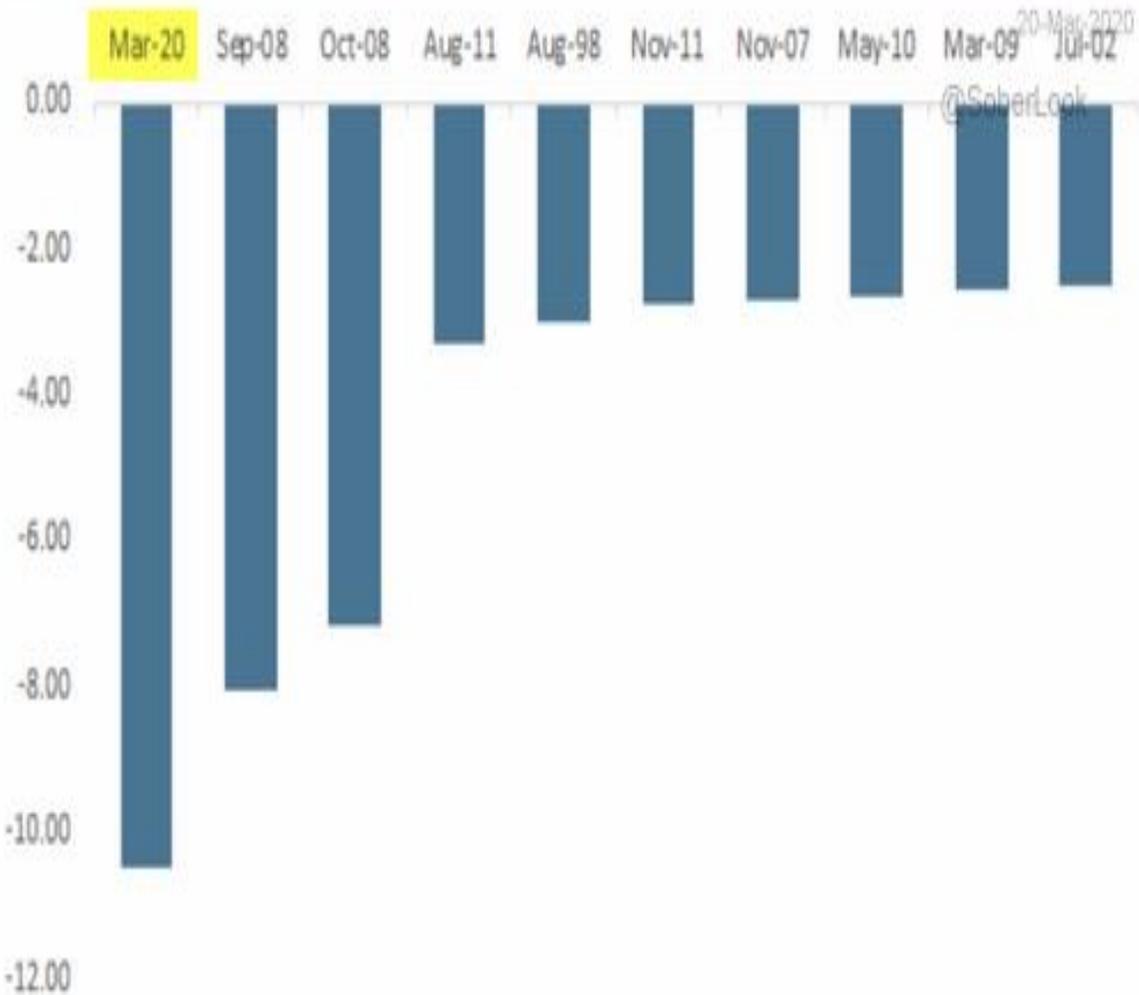
Chart 2 : Source : WSJ The Daily Shot (20/03/20)

Mais il ne fut pas le seul, tant s'en faut, puisqu'aussi bien dès le 22 mars 2020 on savait que ce mois constituerait le pire mois pour les dettes classes Investment Grade, comme le montre le chart ci dessous:

• March 2020 is officially the worst excess return month for the US IG ICE BofAML index.

Worst Excess Return Months (%)

Posted on
WOL The Daily Brief



Source: CreditSights, ICE BofAML Indices

Chart 3 : source: [CreditSights/](https://www.creditsights.com/) ICE

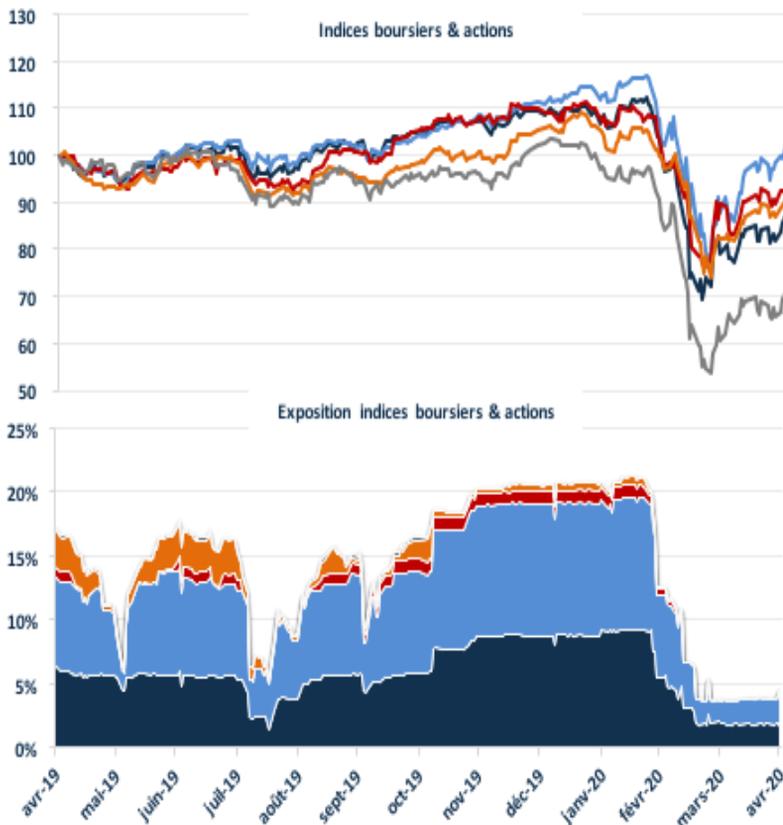
la gestion des risques, en général extrêmement rigoureuse, des fonds a performance absolue assure que le draw-down sera toujours limité par rapport à des fonds classiques ou à des fonds indiciels.

Typiquement, quel que soit le secteur où vous avez de l'exposition, vous ne ferez jamais l'intégralité d'un mouvement contraire en étant exposé sur toute la durée du mouvement!

Assez vite, si le mouvement se poursuit, votre exposition sera diminuée puis complètement annulée. A titre d'exemple, un crash de 50% des marchés actions, comme celui de 2008, aurait des conséquences capitalistiques relativement limitées puisque toute exposition longue aurait disparue après franchissement d'un seuil situé, en fonction des modèles, entre -7% et -12%.

A titre d'exemple et pour bien représenter les idées, voici ce qu'a été l'évolution de l'exposition indices actions d'un fonds de performance absolue : le SEVEN Euro Low Volatility.

Focus "Indices boursiers & actions" : 30 avril 2019 - 30 avril 2020



Variation sur la période de focus

DJ EUROSTOXX 50 – Div Inc	-14.7 %
S&P 500 – Div Inc	+0.9 %
NIKKEI – Div Inc	-5.8 %
MSCI NORDIC – Div Inc	-28.0 %
MSCI ASIA PACIFIC – Div Inc	-8.5 %

Ventilation de l'exposition au 30 avril 2020

EUROPE	1.7 %
USA	3.0 %
JAPON	0.0 %
EUROPE DU NORD	0.0 %
RESTE DU MONDE	0.0 %

Global indices boursiers & actions	4.7 %
------------------------------------	-------

Chart 4 : source : Seven Capital

Comme vous pouvez le constater, la quasi totalite de l'exposition aux actions internationales a été retirée avant la fin du mois de mars. Un processus entamé dès la deuxième quinzaine de février. Et qui se poursuit au début du mois de mars. Pour finir avec un total de 4.7% d'exposition aux actions a fin mars. Contre plus de 20% mi février. De même pour l'exposition aux emprunts d'états souverains du même fond:

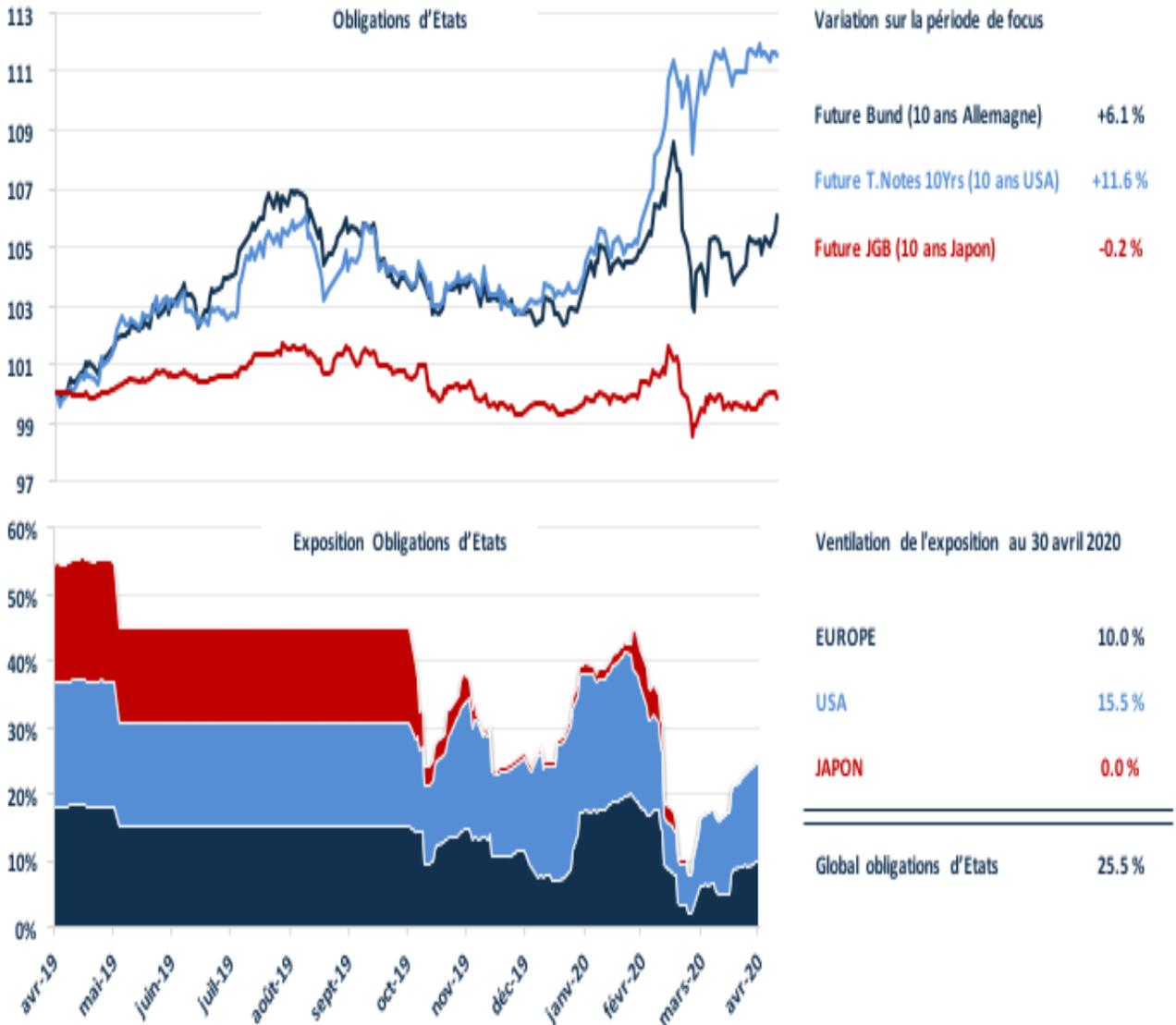


Chart 5 : source : Seven Capital



Où l'on constate qu'après une diminution initiale due à l'augmentation générale des volatilités dans l'incroyable sell-off du mois de mars, l'exposition aux emprunts d'états US et UE (Allemands en l'occurrence) recommence à grimper pour atteindre 25.5% à la fin du mois d'avril, en venant d'un creux d'un peu plus de 10% seulement au plus fort de la crise lors de l'épisode dit "VENDEZ TOUT"!

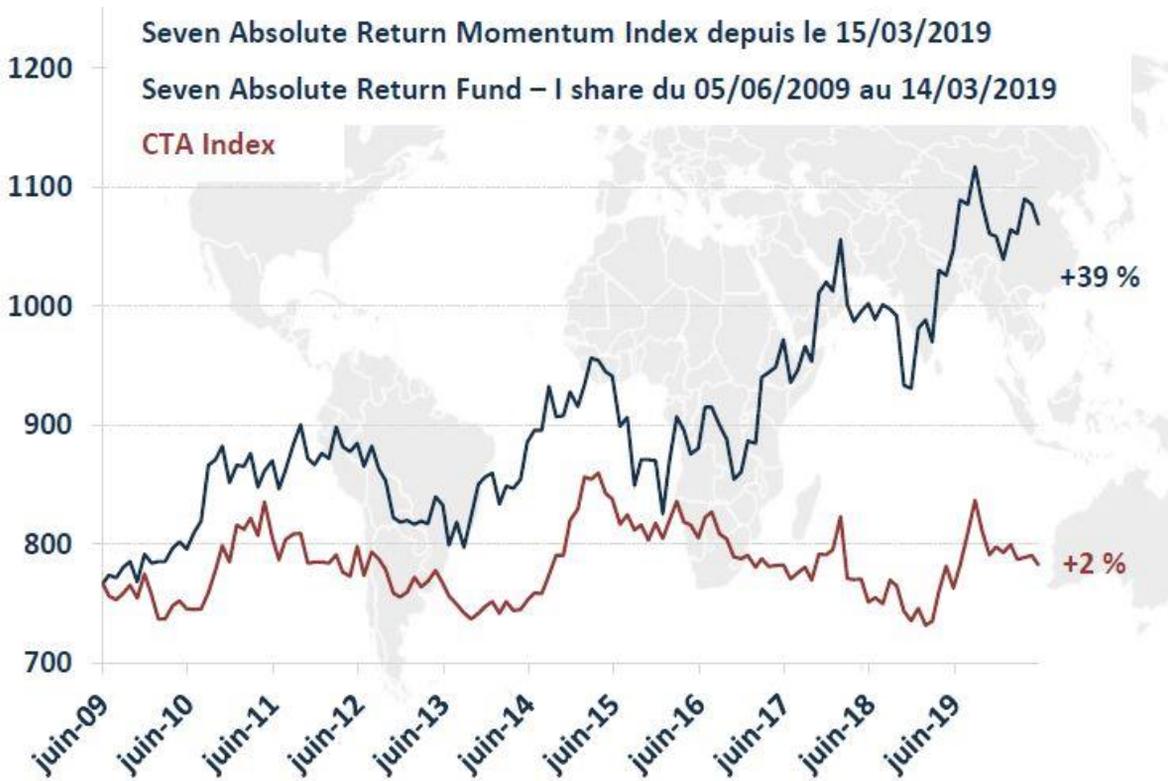
C'est cette gestion très rigoureuse des risques qui constitue un énorme avantage sur nombre de stratégies. Même si bien sûr elle n'empêche pas les draw-downs, elle permet de les contrôler systématiquement et surtout d'en limiter la portée, conduisant ainsi à des performances maîtrisées et à une volatilité contenue.

Un autre avantage étant que le chemin à parcourir pour que la NAV d'un tel fonds retourne à son précédent plus haut est bien plus court! En effet comme on l'a vu sur le graphe précédent pour l'exposition aux emprunts d'états souverains, ces fonds peuvent très rapidement re-entrer dans un marché quelques jours après en être sorti... Ils sont par construction très flexibles!

Et c'est précisément à cause de cela que bon an mal an, les fonds à performance absolue basés sur des stratégies de Momentum peuvent aligner des performances, qui sans être spectaculaires sont assez bonnes, surtout dans le contexte actuel, et aussi homogènes sur la durée, quelles que soient les conditions de marché!

Comme l'illustre le graphe ci-dessous : les performances de l'Indice SEVEN Absolute Return sur les 3 dernières années.

Source : Seven Capital Management



Soit un rendement net annualisé de +7.4%/an sur 2016-2019 !

Un autre avantage non négligeable est la liquidité que ces fonds, investis en **futures et/ou options listées seulement**, fournissent.

En effet, à la différence des ETFs, la plupart des futures cotés sur marchés organisés font partie des instruments les plus liquides. Permettant ainsi à leurs détenteurs de vendre/acheter en toutes circonstances.



Par exemple, à la différence de certains ETFs les futures sur l'indice S&P500 n'ont jamais cessé de coter lors du Flash Crash de Wall St le 24 aout 2015 !

Autre exemple, beaucoup plus récent, les discounts dramatiquement élevés que les porteurs paniqués de parts de ETF sur les US IG Bonds ont du consentir pour vendre leurs parts au pire de la crise de mars, de -5% a -10% par rapport à la NAV théorique!!!

CECI N'EST RIEN D AUTRE QUE LE PRIX DE LA LIQUIDITE!

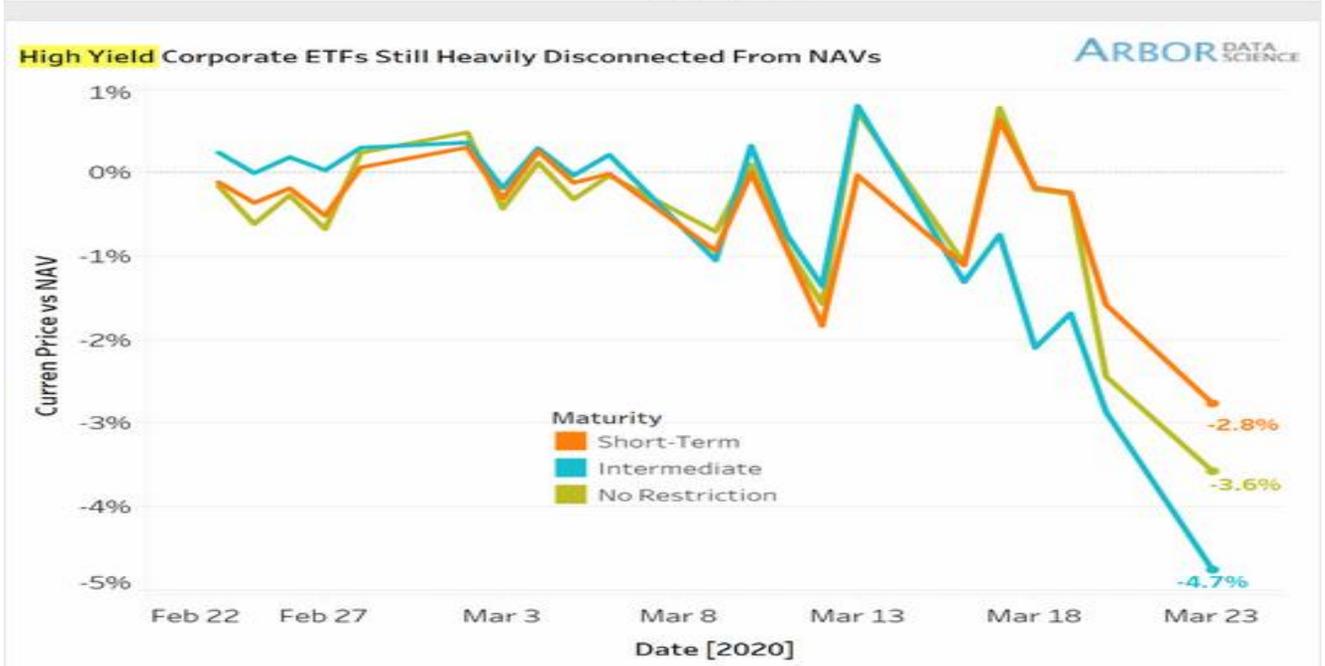
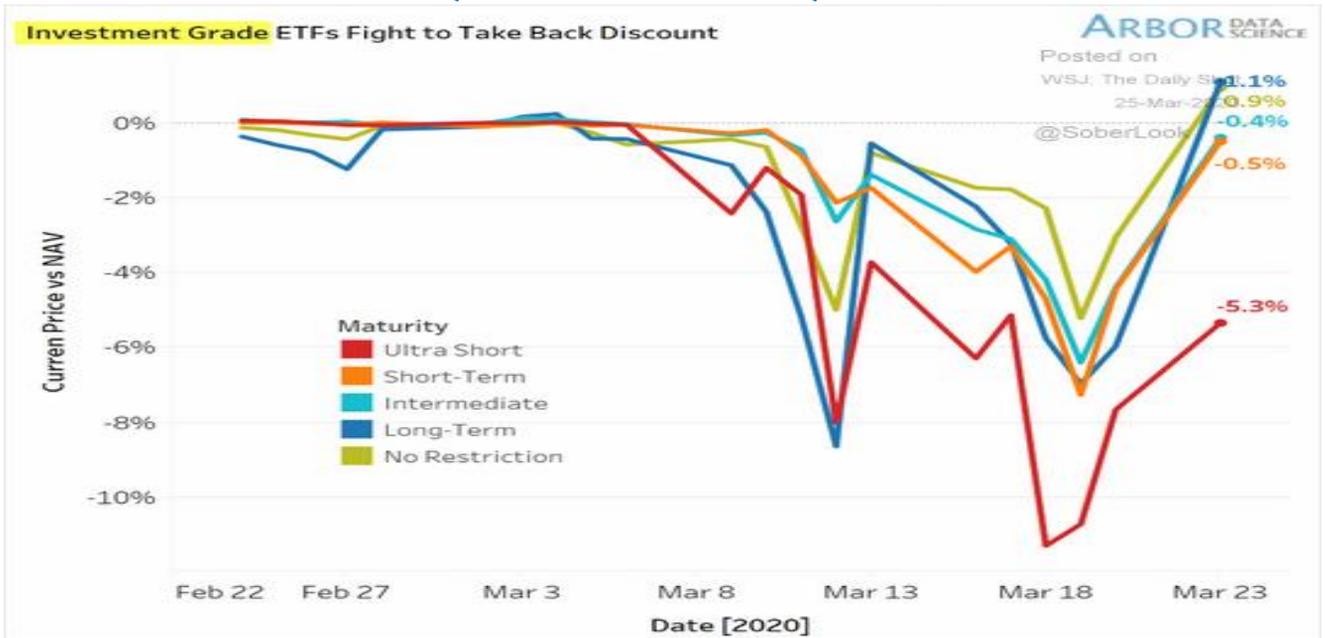




Chart 6 : Source: [Arbor Research & Trading](#)

Alors qu'en général l'écart entre la NAV et le prix auquel s'échangent les parts est quasi nul, au pire quelques bips.....

La situation se normalisa certes rapidement grâce aux annonces de la FED. Au moins, dans un premier temps pour les ETFs IG.

Mais pour les ETFs spécialisés dans les Hauts Rendements, il a fallu attendre le 9 avril pour que les discounts commencent à se réduire, et encore grâce à une autre annonce de la FED....

Cette liquidité se double potentiellement d'un autre avantage : les fonds à performance absolue de futures sur taux d'intérêts ou indices actions ne sont pas, en général, contraints par la taille globale de ces marchés. Ils peuvent donc gérer des centaines de millions de USD ou d'Euros sans être moins liquides pour autant.

CONCLUSION :

Quelle que soit la façon dont on regarde les choses, une conclusion s'impose : il devient extrêmement difficile de générer des retours sur investissement décents (plus de 6% nets par an) sans que les investissements ne soient soumis à une trop forte volatilité c'est-à-dire avec beaucoup de risques....

Et ce ne sont pas seulement les stratégies des sociétés déjà citées qui le disent, voici une autre vue, celle du Crédit Suisse, qui en partant des niveaux de PE FORWARD sur l'indice S/P500, aboutit aux mêmes conclusions

Le graphe suivant, avec son nuage de points calculés par le Crédit Suisse à fin mai 2020 fait clairement état de la relation entre le niveau des P/E Forwards à la date de l'investissement initial et les retours futurs à 1 an et 10 ans respectivement.

Si à échéance 1 an, vous pouvez clairement encore espérer des retours décents (jusqu'à 20%) en revanche à échéance 10 ans, le return annualisé sur la période a de fortes chances d'être très proche de ZERO...

Figure 1: 10-Year Annualized Stock Returns vs. Starting P/E Levels

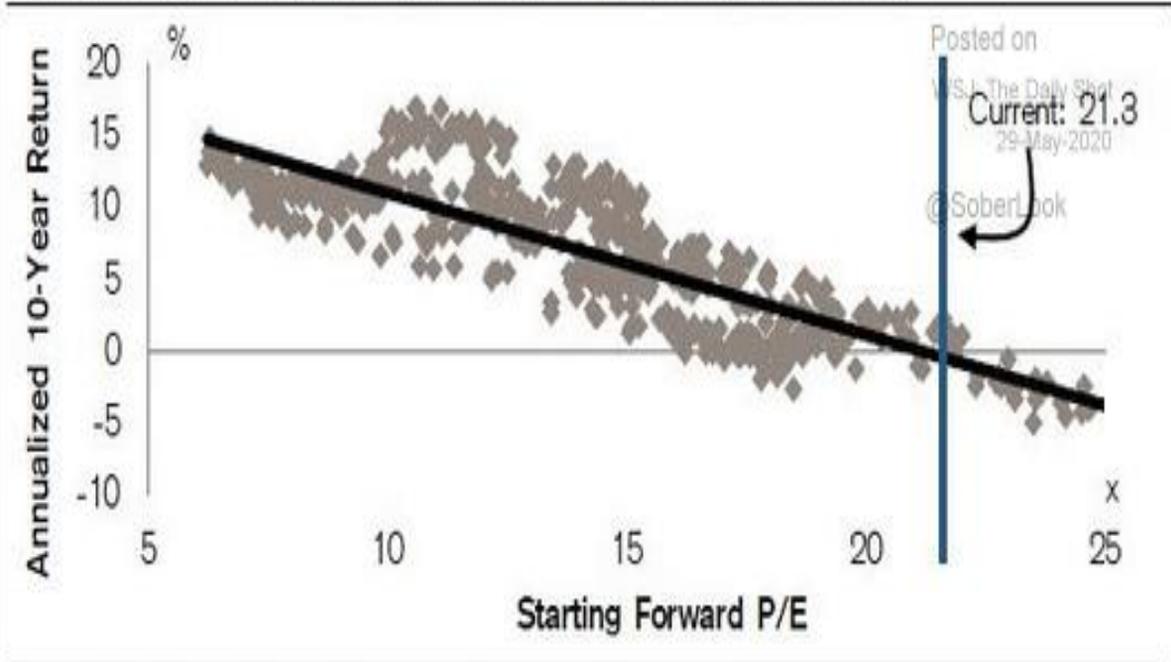
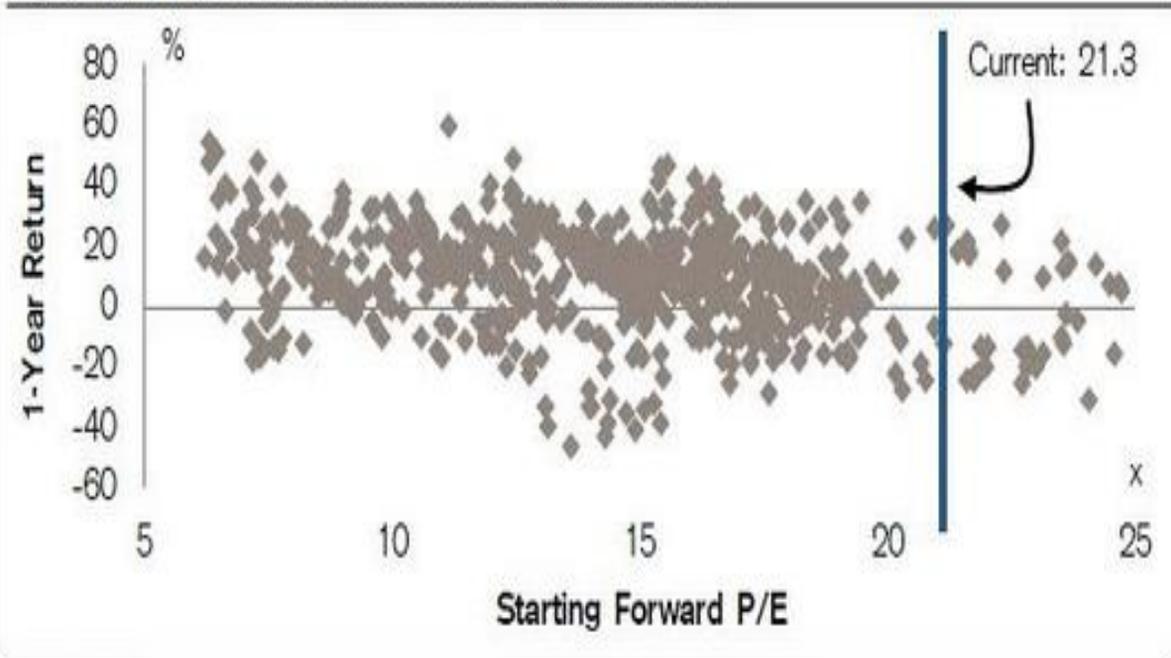


Figure 2: 1-Year Stock Returns vs. Starting P/E Levels



Note: 1964 to present

Source: Federal Reserve, Standard & Poor's, Thomson Financial, FactSet, Haver Analytics®, Credit Suisse



A l'heure où l'on réfléchit partout aux allocations stratégiques pour le nouveau semestre et toujours pour la nouvelle décennie, plutôt que de se gratter la tête, les investisseurs cherchant à introduire de la diversification dans leurs portefeuilles au titre des stratégies dites alternatives, feraient donc bien de considérer les fonds systématiques à performance absolue Momentum driven qui fournissent à la fois une gestion du risque ultra rigoureuse, une liquidité quasi optimale, pour les fonds de futures en tous cas, et enfin un niveau de performance qui, par les temps qui courent, n'est pas à négliger !

"It's useful to remember that long-term returns represent not only trough-to-peak advances, but peak-to-trough resolutions as well. Buy-and-hold investors don't get the trough-to-peak return. They get the full cycle return. Not surprisingly, the higher the valuation at the bull market peak, the longer the subsequent period of disappointing returns, in several instances extending more than a decade, though not without intermittent failure-prone bull market rallies to add excitement. This is what I often call 'going nowhere in an interesting way.'"

John P. Hussman, Ph.D. President, Hussman Investment Trust



ANNEXES

Tout d'abord ce site interactif extraordinaire dont la visite est, à notre sens, obligatoire:

<https://interactive.researchaffiliates.com/asset-allocation#!/?currency=USD&model=ER&scale=LINEAR&terms=REAL>

On peut y constituer des portefeuilles et faire d'innombrables simulations. Les données et hypothèses utilisées sont disponibles dans un fichier Excel que l'on peut télécharger.

Ensuite l'article de BNP Paribas Wealth management Asie sur les allocations stratégiques d'actifs pour les années à venir :

<https://wealthmanagement.bnpparibas/asia/en/expert-voices/strategic-asset-allocation-for-2019-and-beyond.html>

Enfin un excellent papier sur un autre modèle d'allocation stratégique d'actifs, cité 2 fois et notamment dans la conclusion: celui de John HUSSMAN :

<https://www.hussmanfunds.com/research/strategic-allocation-white-paper/>

*Bruno SYRMEN
Seven Capital Management
22/06/2020*