

LE CAS DE LA PERFORMANCE ABSOLUE

« MOMENTUM DRIVEN »

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 ???

Comme chaque année au début de l'automne, les discussions sur l'allocation d'actifs en vue 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 ce début d'automne 2019.

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.

Nous allons commencer par vous montrer un chart tiré de l'excellent site de Asset Allocation Interactive (lien en annexe) qui indique les retours réels sur investissements, sous un ensemble d'hypothèses (2% d'inflation par an aux USA entre autres), attendus sur les 10 prochaines années pour différentes classes d'actifs, neuf en l'occurrence, dont la liste est visible sur la gauche du graphe.

Sur l'axe horizontal sont indiqués les niveaux de volatilité annualisé attendus pour la classe d'actif, et sur l'axe vertical, le retour annualisé réel attendu, en USD, à 10 ans.

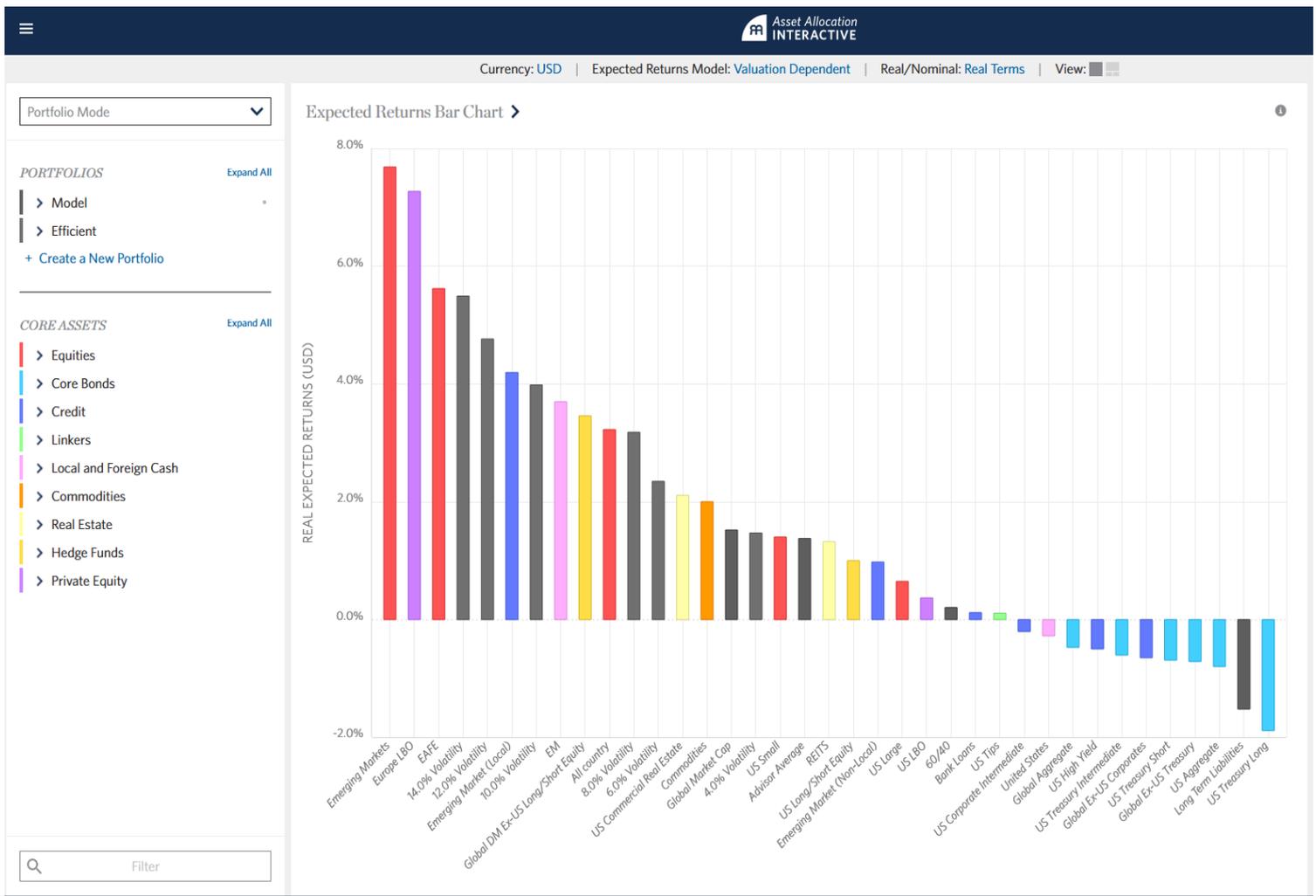
Les points gris reliés par les pointillés marquent les retours espérés d'un « portefeuille dit efficient » pour les principaux niveaux de volatilité : de 4%

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%.



Graph 1 : source : Asset Allocation Interactive

Pour ceux qui préfèrent, ou sont habitués à, visualiser les choses sous forme de bar chart, voici ce que cela donne :



Graph 2 : source : Asset Allocation Interactive

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 volatiles (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%)....

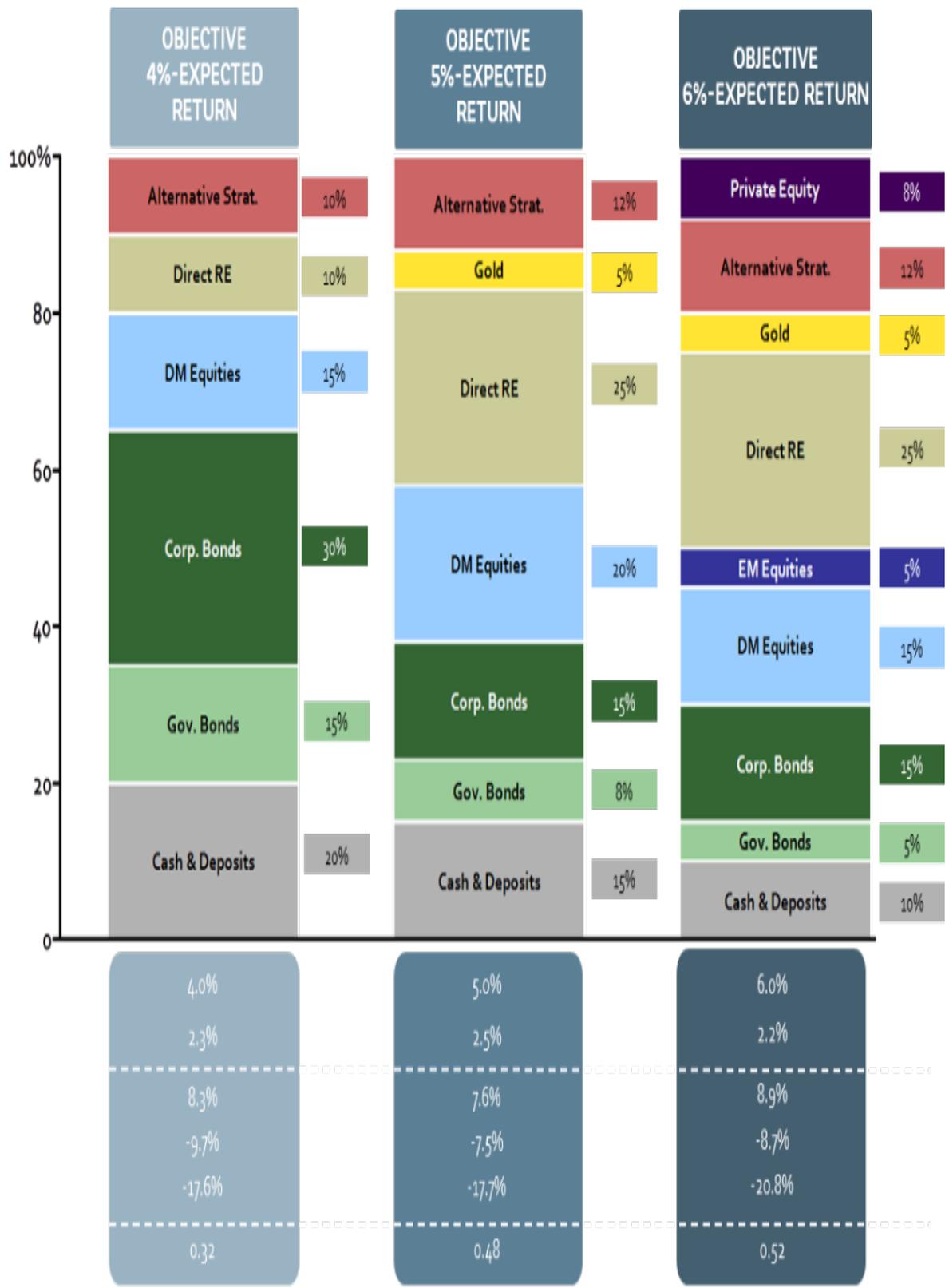
- Deux autres, et deux seulement, rapporteraient potentiellement plus de 4% p.a: le Crédit EM (+4.2%) et les actions EAFE (Marchés développés sauf USA et Canada :+5.6%).
- Et même l'immobilier US qu'il soit commercial ou résidentiel « papier » (les REITS US) ne donnerait qu'un pauvre rendement (+2.1% 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 « star » de ces dernières décennies, le célèbre 60/40 (60% actions, 40% obligations) finirait à peine à l'équilibre : un très maigre +0.2% réels 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 annualisés de 4%, 5% et 6% à un horizon de 5 à 10 ans.

Voici les résultats que leur modèle renvoie:



Grphe 3 : 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 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 graphe 1 (p.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 ».

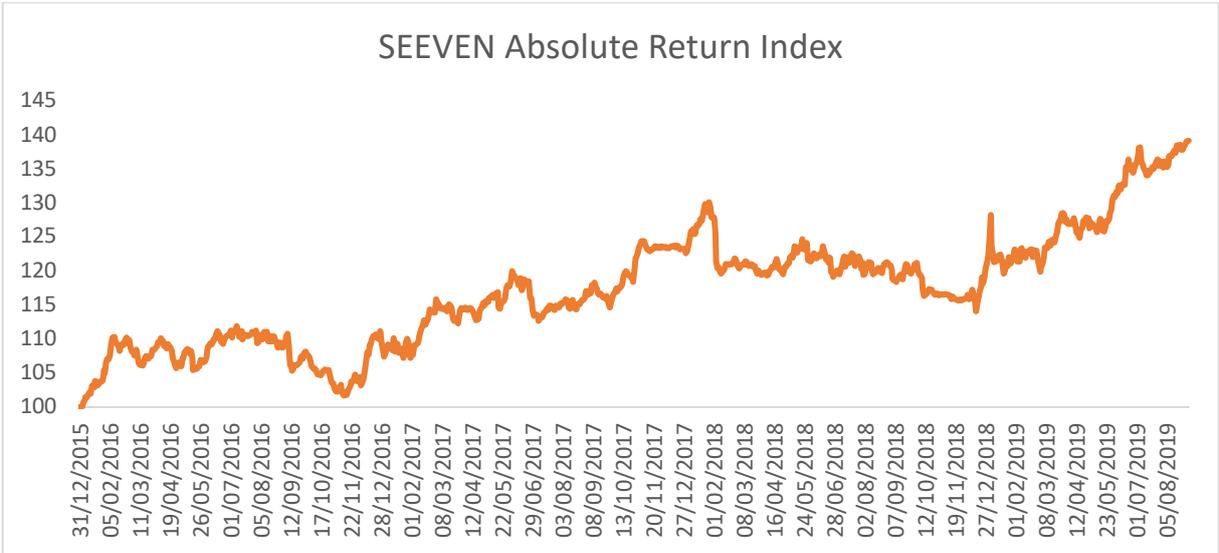
Ces fonds présentent plusieurs avantages.

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, la gestion des risques, en général extrêmement rigoureuse, de ces fonds 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 ou vous avez de l'exposition, vous ne ferez **jamais l'intégralité d'un mouvement contraire** en étant exposé. 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%.

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

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.



Graphe 4 : Source : Seven CM

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 août 2015 ! 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 sans trop de risques....

A l'heure où l'on réfléchit partout aux allocations stratégiques pour la nouvelle année et 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

Bruno SYRMEN

Seven Capital University

26 Septembre 2019

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=LI-NEAR&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/>