

# Innover pour performer



EMMANUEL FERRY, Directeur des Investissements  
JÉRÔME CHAGNEAU, Gérant quantitatif  
Banque Paris Bertrand Sturdza SA

**E**n 2018, nous entrons dans la dixième année de la gestion de la crise financière par les banques centrales, gestion qui aura tiré la valorisation combinée des classes d'actifs (actions, taux, crédit) à un niveau record. Cela pose deux problèmes: d'une part, le rendement attendu à long terme d'un portefeuille diversifié 60/40 (60% actions, 40% obligations) tombe à 2% en termes réels contre une moyenne historique de plus de 4% au cours de l'ensemble du XXe siècle; d'autre part, la capacité diversifiante de la poche obligataire est non seulement limitée par le faible niveau des taux d'intérêt, mais aussi discutable en cas de remontée de l'inflation au-delà d'un certain seuil (phénomène de corrélation à la baisse entre les deux grandes classes d'actifs). A court terme, l'investisseur doit intégrer trois facteurs de risque: 1: la sphère financière est plus vulnérable. 2: le risque de récession est élevé à horizon deux ans. 3: les marges d'intervention des Etats et des banques centrale pour contrer une nouvelle crise financière sont limitées. Toutefois, il demeure hasardeux de parier sur un retournement du cycle financier, du moins comme scénario central. Les banques

centrales pilotent le scénario de normalisation, qui va rester compatible avec des tendances fortes sur les classes d'actifs mais avec une dispersion élevée entre les classes d'actifs. La question pour l'investisseur n'est donc pas de se désinvestir mais plutôt d'adapter son processus de gestion à cette nouvelle donne.

La première ligne de défense est la diversification des portefeuilles sur l'ensemble des classes d'actifs. Un niveau élevé de diversification permet de préparer le portefeuille à la fois à des rotations de classes d'actifs mais aussi à des rotations de styles, de régions ou de tout autre ordre macro-économique. L'univers d'investissement doit inclure un ensemble exhaustif de classes d'actifs afin de pouvoir conférer un caractère tout terrain au portefeuille. A cet effet, le contexte de marché est désormais propice à ces rotations de fin de cycle. Ainsi, posséder des actifs liés à la reprise de l'inflation et à la remontée des taux (TIPS, matières premières, sociétés Value) est aussi important que conserver des actifs défensifs (obligations d'Etat, sociétés Low Risk) ou capables de capter les mouvements de change (dette EM en devise locale, sociétés domestiques vs. multinationales). La diversification doit ainsi pouvoir répondre aux possibles changements de régimes macro-économiques.

Cependant, afin d'exprimer cette diversification, l'allocation du portefeuille doit suivre un processus de gestion active. C'est la deuxième ligne de défense. L'objectif est la recherche de convexité et d'asymétrie dans le portefeuille. La gestion active permet d'utiliser au mieux le levier de la diversification. Elle vise à adapter l'allocation du portefeuille en fonction des conditions de marché. De plus, le processus actif doit permettre le désinvestissement du portefeuille en cas de choc de marché et de recor-

**C'EST LA SOLIDITÉ  
DU PROCESSUS  
D'ALLOCATION  
QUI FERA LA  
DIFFÉRENCE  
AU COURS DES  
PROCHAINS MOIS.**

relation des classes d'actifs (perte de diversification). Dans un contexte de valorisation élevée aussi bien sur les actions que sur les obligations, l'utilisation du cash comme classe d'actifs ultimement décorrélée pourrait redevenir cruciale en cas de baisse concomitante sur ces deux grandes classes d'actifs.

Plusieurs options sont envisageables pour générer des choix d'investissement actifs. La voie d'un processus systématique semble être adaptée pour répondre de manière optimale à l'exigence de gestion du risque et constitue la troisième ligne de défense. Le caractère discipliné d'un processus de gestion systématique fait d'autant plus de sens en cas de scénario extrême de marché pour un cadrage rigoureux du risque. De plus, le caractère reproductible d'une telle gestion permet de construire le processus sur la complémentarité des payoffs. Ainsi, combiner une approche momentum (profil convexe) avec une approche risk-parity (profil long-only contrôlé) et une approche carry (profil concave) confère stabilité et diversification au processus d'allocation.

En 2018, l'efficacité du processus de gestion sera la clé pour la génération d'une performance solide. Il faut ainsi repenser la diversification des portefeuilles au travers des classes d'actifs et des processus d'allocation dans le cadre d'une gestion active. Les années de reflation unilatérale des classes d'actifs sont derrière nous. Elles avaient placé l'investisseur dans le piège du passager avec la préférence pour la gestion passive. La normalisation macrofinancière coïncide avec un retour de la dispersion entre les classes d'actifs et des tendances plus marquées. Cela nécessite de repasser en mode actif. Dans ce contexte, nous sommes convaincus que c'est la solidité du processus d'allocation qui fera la différence au cours des prochains mois. ■