

Processus d'investissement : l'évolution en jeu



Giordano Lombardo
Group Chief Investment Officer

Nous devons nous poser deux questions : en premier lieu, est-il encore intéressant d'être sur-exposés sur les actifs risqués ? Ensuite, l'approche d'investissement adoptée jusqu'à présent est-elle la plus appropriée pour répondre aux besoins des investisseurs et relever les nouveaux défis du marché ?

« Et ceux que l'on voyait danser étaient pris pour des fous par ceux qui n'entendaient pas la musique. »

Friedrich Nietzsche

Au cours des cinq dernières années, nous avons constaté un intérêt croissant à l'égard des actifs risqués. Au début, cette appétence était la conséquence d'une recherche de rendement et d'amélioration des performances dans un environnement de faibles taux d'intérêts. Plus récemment, elle s'est transformée en recherche plus poussée des opportunités de rendement sur le versant plus exposé de ces actifs à risque, dont notamment les obligations à haut rendement et les actions de petite capitalisation.

Notre allocation d'actifs a conservé depuis 2009 une approche positive sur les actifs risqués. Aujourd'hui, avec les marchés d'actions proches de leurs records historiques et des « spreads » de crédit qui n'ont jamais été aussi faibles, nous pensons que nous devons nous poser deux questions : en premier lieu, est-il **encore intéressant d'être sur-exposés sur les actifs risqués ?** Ensuite, **l'approche d'investissement adoptée jusqu'à présent est-elle la plus appropriée pour répondre aux besoins des investisseurs et relever les nouveaux défis du marché ?**

En ce qui concerne la première question, nous pensons qu'un portefeuille plus équilibré et mieux diversifié sera probablement préférable à l'avenir. Nous avons réduit le risque, tout en restant constructifs sur le scénario sous-jacent. En ce qui concerne la seconde question, notre processus d'investissement a constamment évolué au cours de ces dernières années, mettant l'accent sur l'analyse de la composition des portefeuilles et sur l'extension des méthodologies de budgétisation du risque aux activités et capacités où elles étaient susceptibles d'apporter le plus de valeur.

La réponse à la première question se rattache directement à notre scénario de base pour l'économie mondiale et à la manière dont évoluent les multiples transitions évoquées dans nos perspectives pour 2014.

Aux États-Unis, l'économie se situe à un stade relativement avancé du cycle d'expansion avec un PIB largement au-dessus de son niveau d'avant la crise. Mais l'héritage de la crise financière perdure : l'amélioration de la croissance ne se traduit pas encore par une nette amélioration du revenu des ménages comme cela était généralement le cas dans les précédentes reprises. La part du revenu national revenant aux salariés reste à des niveaux historiquement bas, tandis que la part des bénéfices des entreprises se situe à des niveaux historiquement hauts. Le niveau du taux de chômage de longue durée, ainsi que la baisse du taux de participation de la main d'œuvre, suggèrent également que nous ne sommes pas encore à la veille d'une normalisation complète.

Bien que nous avons eu le sentiment qu'une exposition longue délibérée sur des actifs risqués était appropriée jusqu'à l'année dernière, nous estimons désormais que la constitution de portefeuilles plus équilibrés et mieux diversifiés constituerait un meilleur choix stratégique pour le scénario actuel.

Il existe essentiellement deux façons « actives » d'améliorer les rendements attendus d'un portefeuille : diversifier l'exposition globale aux marchés ou renforcer la génération d'« alpha »

Nous pensons que le principal risque pesant sur la croissance américaine est l'efficacité future de la politique monétaire : avec des taux d'intérêt proches de zéro, en cas de problème (s'il s'avérait par exemple que les mauvais chiffres économiques publiés en début d'année n'étaient pas seulement le résultat du mauvais temps, mais d'une réelle tendance de fond), la FED n'aurait aucune marge de manœuvre pour prendre de nouvelles mesures politiques.

Dans la zone euro, malgré l'amélioration des indicateurs cycliques, nous constatons encore des taux de chômage inacceptables et un PIB réel en dessous de son niveau d'avant crise. Les risques de déflation ne sont pas négligeables, et la politique monétaire semble coincée entre les contraintes politiques (avec l'opposition de certains pays à des mesures plus agressives et non conventionnelles) et une économie à deux vitesses (le centre et la périphérie de la zone euro nécessiteraient deux politiques monétaires différentes, ce qui n'est clairement pas faisable). Les « spreads » de crédit et les taux des périphériques se sont réduits au point que les prix actuels anticipent des résultats très positifs. Les actions européennes continuent d'offrir un profil risque/rendement très attractif par rapport aux autres marchés développés.

La Chine est occupée par ses réformes qui visent en priorité à corriger un modèle de croissance économique excessivement dépendant du crédit. Les dirigeants politiques doivent accélérer le rythme des réformes pour encourager une croissance plus durable et équilibrée dans laquelle les dépenses de consommation jouent un rôle plus prépondérant. Les défis sont énormes, mais nous observons des signaux positifs dans ce sens et avons relativement bon espoir que la voie choisie conduise à un ajustement progressif.

Les économies émergentes, en dehors de la Chine, ont vu leur contribution à la croissance mondiale se réduire encore plus, et quelques-unes sont en train de connaître de graves difficultés, faisant craindre que la transition vers une croissance plus modérée et équilibrée ne se fasse pas sans peine. Des problèmes sont en train d'apparaître dans un nombre croissant de pays pour lesquels les investisseurs redécouvrent le risque politique, et surtout, la vulnérabilité macroéconomique au déficit extérieur et à la prodigalité budgétaire (le Venezuela, l'Ukraine, la Thaïlande et dans une certaine mesure la Turquie en sont des exemples frappants).

Le scénario ci-dessus et la valorisation moins attrayante de nombreux actifs risqués, résultant de plusieurs années de recherche de rendements, ont selon nous deux conséquences majeures en matière d'investissement : premièrement, sur la plupart des classes d'actifs, les rendements réels attendus sur l'horizon d'investissement correspondant à une allocation stratégique sont désormais plus faibles que les tendances récentes; ensuite, les risques liés à des événements extrêmes (« tail risks ») sont en voie d'augmentation.

Par conséquent, et bien que jusqu'à l'an dernier, nous ayons eu le sentiment qu'une exposition longue délibérée sur des actifs risqués était appropriée, **nous estimons désormais que la constitution de portefeuilles plus équilibrés et mieux diversifiés constituerait un meilleur choix stratégique pour le scénario actuel.**

Revenons à la seconde question posée (*l'approche d'investissement adoptée jusqu'à présent est-elle la plus appropriée pour répondre aux besoins des investisseurs et relever les nouveaux défis du marché ?*). La réponse est directement liée à la nécessité de générer une performance supérieure pour les portefeuilles clients dans un environnement où le taux sans risque est proche de zéro et les rendements attendus des actifs risqués ont été comprimés par la tendance du marché au cours de ces dernières années. En d'autres termes, nous sommes au stade où l'effet dit de richesse attaché aux politiques monétaires

À notre avis, le simple ajout de classes d'actifs dans un portefeuille diversifié n'est pas une bonne option si leur corrélation reste forte et qu'elles évoluent toute dans le même sens.

non traditionnelles a atteint son point d'impact maximal et où d'autres mesures seraient probablement inefficaces, ou même pires, et généreraient de nouvelles bulles ou de nouveaux déséquilibres.

Commençons par l'argument selon lequel il n'y aurait essentiellement que deux façons « actives » d'améliorer les performances attendues d'un portefeuille : diversifier l'exposition globale aux marchés (gérer l'élément « beta »), ou accroître la capacité du gestionnaire à générer des rentabilités supplémentaires par rapport à l'indice de référence, tout en conservant une solide maîtrise du risque (agir sur la génération d'« alpha »).

Dans cette lettre, nous évoquerons certaines options disponibles et leurs différentes implications en matière d'investissement.

Commençons par la diversification du « beta ». Il existe trois façons d'œuvrer dans ce sens :

- élargir la gamme des classes d'actifs, avec par exemple les stratégies multi-actifs
- entrer dans des classes d'actifs non liquides
- adopter une approche de parité du risque.

Disons qu'elles présentent chacune des difficultés dont il convient de tenir compte lors de la constitution de portefeuilles diversifiés.

Pour illustrer la diversification au moyen des classes d'actifs traditionnelles, nous pouvons prendre l'exemple des actions des marchés émergents. Jusqu'à la fin des années 90, l'ajout d'actions des marchés émergents à un portefeuille d'actions internationales aurait eu pour résultat une meilleure diversification du portefeuille, car la corrélation entre les indices des marchés émergents et ceux des marchés développés était en effet très faible.

À la suite de la mondialisation et de l'entrée dans l'âge adulte des économies des marchés émergents, cette corrélation a augmenté de façon spectaculaire, non seulement entre les indices globaux, mais également, dans une moindre mesure, entre pays.

Qu'est-ce que cela signifie ? Tout d'abord, que le simple fait d'ajouter des classes d'actifs n'est pas une bonne option si leur corrélation est élevée et qu'elles ont donc tendance à évoluer toutes dans le même sens. Dans le même temps, les corrélations ne sont pas figées et peuvent évoluer avec le temps pour différentes raisons :

- un changement de statut, quand par exemple un marché « frontière » rejoint le groupe principal des économies émergentes ;
- en mode de crise, lorsque les actifs à risque évoluent typiquement tous dans le même sens (comme cela a été le cas pour les marchés d'actions et de crédit au cours de la crise)
- des changements soudains de la perception des investisseurs, comme par exemple la divergence entre obligations centrales et obligations périphériques au sein de la zone euro.

Par conséquent, ce type de diversification ne peut avoir un impact structurel sur les portefeuilles que dans le cadre d'une approche au cas par cas. L'opportunité d'investissement s'appuie dans ce cas sur une sélection de pays ou de secteurs affichant une performance supérieure à long terme, plutôt que sur le (faible) pouvoir de diversification d'un indice général.

D'un autre côté, si l'exposition relative aux marchés émergents s'avère être du « market-timing », elle doit être envisagée dans le cadre de l'amélioration de l'alpha.

Corrélation à long terme entre actions des marchés émergents et actions des marchés développés



Source : Bloomberg. Données en date du 28 février 2014.

À notre avis, l'utilisation de la volatilité comme seule mesure du risque n'est pas recommandée et peut s'avérer trompeuse pour les classes d'actifs non liquides

Corrélations entre pays

	Inde	Chine	Brésil	Russie	Afr. Sud	Pologne	Taiwan	Marchés émergents	Monde
Inde	1,00								
Chine	0,68	1,00							
Brésil	0,63	0,66	1,00						
Russie	0,54	0,59	0,69	1,00					
Afr. du Sud	0,58	0,62	0,60	0,53	1,00				
Pologne	0,56	0,58	0,60	0,56	0,57	1,00			
Taiwan	0,60	0,68	0,58	0,58	0,52	0,58	1,00		
Marchés émergents	0,78	0,85	0,84	0,80	0,70	0,73	0,79	1,00	
Monde	0,66	0,69	0,74	0,71	0,63	0,71	0,70	0,88	1,00

■ Corrélation entre 0,5 et 0,7 ■ Corrélation supérieure à 0,7

Source : Bloomberg. Données en date du 28 février 2014. Calculs sur données du 1/1/2002 au 1/1/2014.

La diversification du « beta » est une option intéressante pour améliorer les performances, mais elle doit être utilisée avec prudence car elle génère certains risques (liquidité, levier) qui ne sont pas appréhendés par les indicateurs traditionnels de mesure du risque tels que la volatilité.

Un autre exemple de diversification du « beta » est l'utilisation de classes d'actifs décorrélées non liquides comme par exemple l'immobilier, les « hedge funds » ou les fonds d'actions non-cotées (« private equity »). Si l'on se place du seul point de vue de l'amélioration des performances, cette option est intéressante car ces actifs offrent des rentabilités attendues supérieures à celles des actifs traditionnels. Toutefois, comme leur nom l'indique, ils réduisent la liquidité du portefeuille. Retenir la volatilité comme seule mesure du risque n'est pas recommandé et peut s'avérer trompeur en ce qui concerne ces actifs. Dans les périodes d'aversion au risque, la volatilité peut apparaître faible car la valorisation des actifs sous-jacents (bâtiments, projets d'infrastructures, etc.) a tendance à rester stable pendant de longues périodes, mais leur valeur chuterait fortement s'il fallait vendre. En bref, si nous considérons ces actifs du seul point de vue de la frontière efficiente entre risque et rentabilité, ils seraient largement pondérés en raison d'un équilibre optimal entre rendements attendus plus élevés et volatilité plus faible, bien que

réduisant la liquidité du portefeuille. Cela signifie que la diversification du « beta » au moyen d'actifs non liquides peut être intéressante, mais seulement pour les investisseurs qui ont un horizon à long terme, compte-tenu du risque de liquidité.

La troisième option de diversification du « beta » est l'**approche de parité du risque**. Le portefeuille est constitué ici sur la base de la contribution en risque des différents « facteurs ». Si l'on considère un portefeuille équilibré (50% actions et 50% obligations) le risque global du portefeuille provient principalement de la partie actions : même si le portefeuille semble bien diversifié en termes de classes d'actifs, il est moins en termes de risque. L'approche de parité du risque vise à maximiser la rentabilité par unité de risque en rééquilibrant le poids des différentes classes d'actifs au sein du portefeuille dans le but d'atteindre un certain niveau de risque sur l'ensemble du portefeuille. L'inconvénient de cette approche est que pour conserver un niveau de performance acceptable (avec des rendements extrêmement faibles sur la partie obligataire), le portefeuille doit utiliser un certain levier, ce qui accroît par conséquent le risque global en cas de sorties de capitaux et de problèmes de liquidité.

La diversification du « beta » est par nature une option intéressante pour améliorer les performances, et elle jouera un rôle plus important à l'avenir en raison de la faiblesse des rendements attendus. Elle doit toutefois être utilisée avec prudence car elle génère certains risques (liquidité, levier) qui ne sont pas capturés par les indicateurs traditionnels de mesure du risque tels que la volatilité.

C'est pourquoi nous estimons que **les efforts d'amélioration de l'« alpha » sont extrêmement importants**. Cette approche renforce le rôle joué par la construction de portefeuille, sur la base d'une combinaison efficace de multiples stratégies « alpha » faiblement corrélées, et modifie complètement la manière dont les portefeuilles sont assemblés et visualisés.

Prenons par exemple un portefeuille obligataire ayant pour indice de référence un indice obligataire « aggregate » : la manière traditionnelle de le représenter est une combinaison d'obligations d'État et d'obligations privées « Investment Grade », décomposée par pays, par notation de crédit et maturité. Avec l'approche de construction du portefeuille, il se visualise comme la combinaison de stratégies « alpha » faiblement corrélées.

Approche de construction de portefeuille à stratégies « alpha » faiblement corrélées

	Qualité de crédit	Écarts de taux	Devise	Inflation	Stratégie 5, etc.
Qualité de crédit	1	0,23	0,06	0,02	-
Spreads de crédit	0,23	1	0,09	-0,02	-
Devise	0,06	0,09	1	0,24	-
Inflation	0,02	-0,02	0,24	1	-
Stratégie 5, etc.	-	-	-	-	-

Source: Pioneer Investments, à titre purement indicatif.

Cette nouvelle approche a deux implications utiles pour une stratégie d'investissement :

1. la possibilité d'obtenir des performances d'« alpha » pures, clairement distinctes des performances « beta ».
2. l'amélioration de la gestion du risque global du portefeuille, grâce à une budgétisation précise du risque pour chaque stratégie individuelle. Ce cadre de travail permet en outre d'améliorer la gestion du risque comportemental des positions, en faisant la distinction entre opérations gagnantes et opérations perdantes (avec liquidation rapide des positions perdantes et prolongation des positions gagnantes).

Nous estimons que les efforts d'amélioration de l'alpha sont extrêmement importants

Cette approche renforce le rôle joué par la construction de portefeuille, sur la base d'une combinaison efficace de multiples stratégies « alpha » faiblement corrélées, et modifie complètement la manière dont les portefeuilles sont assemblés et visualisés

Notre approche n'est pas gravée dans le marbre, mais s'inscrit dans le cadre d'un processus évolutif solidement arrimé à une culture d'investissement active qui s'appuie sur la recherche et la conscience du risque.

L'« alpha » peut en outre être diversifié par le biais des actifs décorrélés dits liquides, qui apportent aux fonds communs ordinaires des techniques d'investissement largement utilisées depuis longtemps dans le secteur des « hedge funds » (comme par exemple les stratégies « long/short », le crédit flexible, etc.).

Chez Pioneer Investments, nous avons passé les dernières années à renforcer cette culture de la génération d'« alpha » par le biais d'outils exclusifs de construction de portefeuilles et de budgétisation du risque.

Ce cadre de travail va devenir selon nous encore plus crucial dans l'environnement difficile actuel. Le mouvement vers des stratégies décorrélés liquides n'est que l'illustration la plus récente de notre façon de concevoir notre approche d'investissement : une approche qui n'est pas gravée dans le marbre, mais s'inscrit dans le cadre d'un processus évolutif solidement arrimé à une culture d'investissement active qui s'appuie sur la recherche et la conscience du risque.

Nous utilisons aujourd'hui cette approche dans le cadre d'une grande partie de nos stratégies obligataires et portefeuilles multi-actifs, avec la volonté de l'étendre aux actions et aux nouvelles stratégies que nous mettrons en place pour répondre aux besoins actuels et futurs des investisseurs.



Important Information

La diversification ne garantit pas la réalisation de bénéfices et ne protège pas contre les pertes. Sauf mention contraire, toutes les informations contenues dans le présent document proviennent de Pioneer Investments et sont datées du 10 mars 2014. Sauf mention contraire, toutes les opinions exprimées sont celles de Pioneer Investments. Ces points de vue sont susceptibles de changer à tout moment compte tenu du marché et d'autres circonstances, et rien ne peut garantir que les performances des pays, des marchés ou des secteurs seront conformes aux prévisions. Tout investissement comporte certains risques, notamment des risques politiques et monétaires. Le rendement de l'investissement et la valeur du capital peuvent varier à la baisse comme à la hausse, ce qui peut entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue en aucun cas une invitation à vendre ou acheter de quelconques parts de fonds ou un quelconque service. Pioneer Investments est un nom commercial du groupe de sociétés Pioneer Global Asset Management S.p.A. Date de première utilisation : 19 mars 2014.