



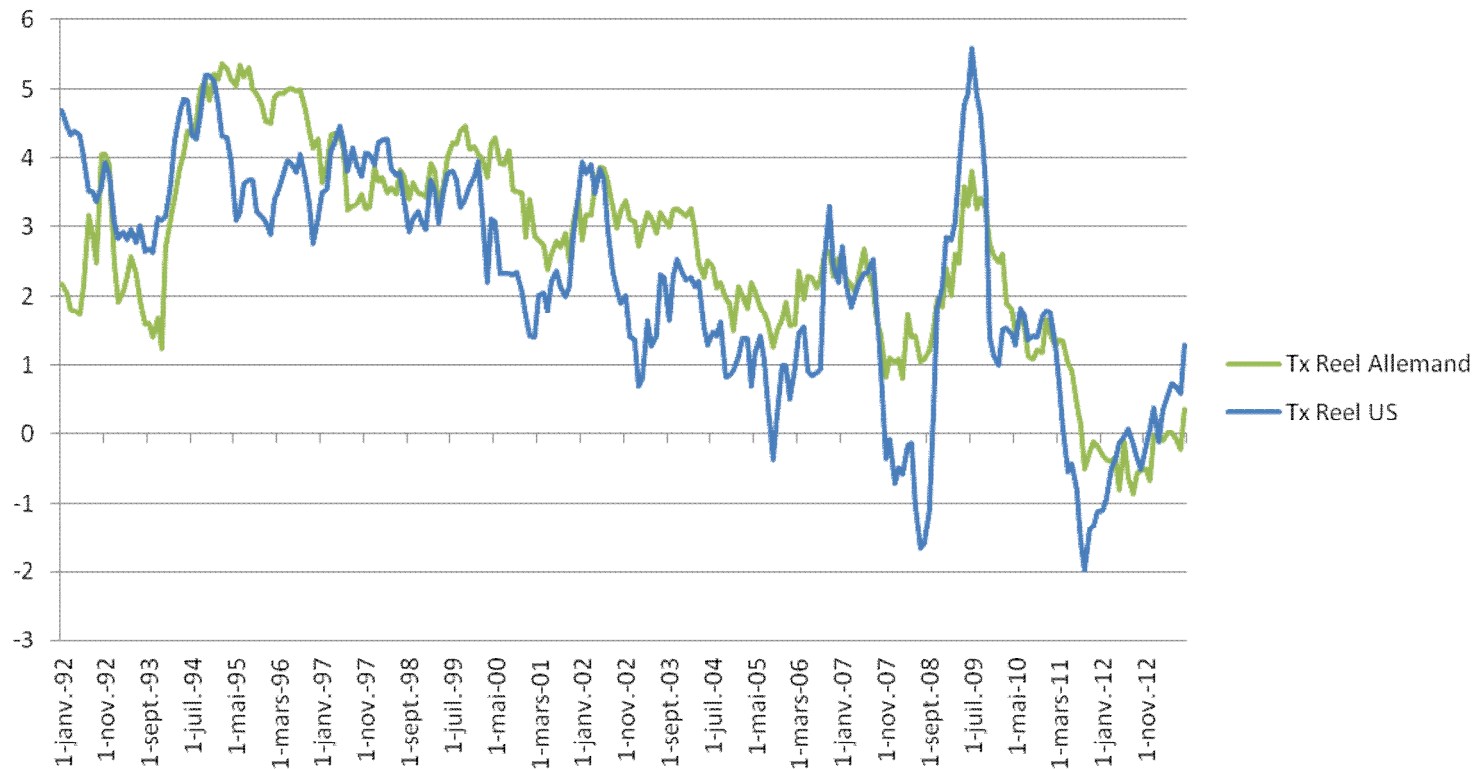
Recherche de rendement sous contrainte de budget de risque

Christophe Belhomme, Head of Investment Office
Aberdeen Asset Management

Sandra Caignou, Head of Investments (France)
Aberdeen Asset Management

Novembre 2013

Des niveaux de taux d'intérêt historiquement bas



Source: Bloomberg / Aberdeen 31 Aug 13

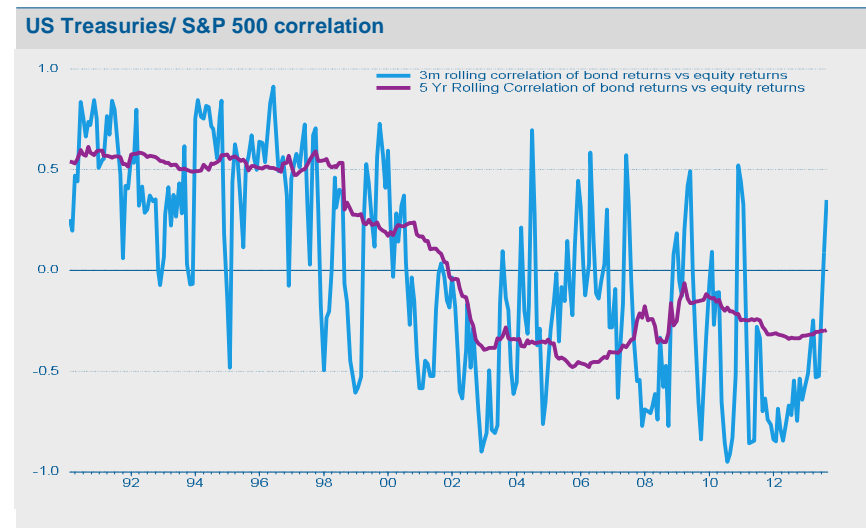
- “ L'environnement économique et financier ainsi que le niveau historiquement bas des taux d'intérêt pousse les investisseurs à rechercher du rendement en dehors des allocations traditionnelles
- “ Contrairement aux cycles précédents, on peut difficilement attendre des baisses de taux d'intérêt et de l'inflation pour soutenir la progression des marchés

Evolution des taux de titres d'Etats pour les prochaines années

- “ La probabilité que les taux délivrent une performance positive au cours des prochaines années reste extrêmement faible
- “ La volatilité associée aux produits de taux devrait aussi rester durablement plus élevée
- “ Le caractère défensif des titres d'Etats devient plus négligeable dans les portefeuilles diversifiés

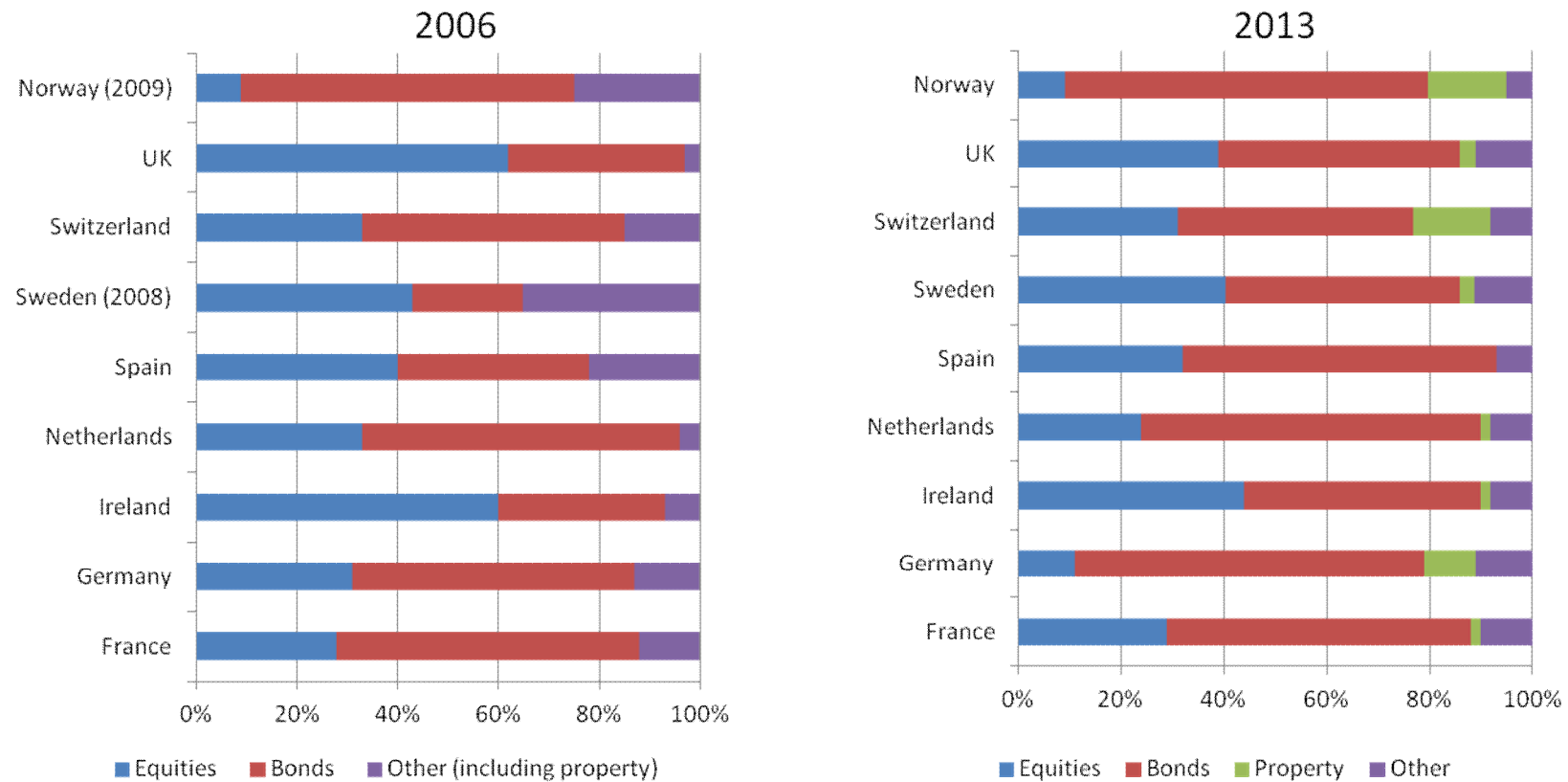
Taux d'intérêt réel 10 ans US lors de l'achat	Rendement réel annualisé du taux 10 ans US au cours des cinq années suivantes
R < 1%	-1%
1% < R < 2%	0.1%
2% < R < 3%	1.3%
3% < R < 4%	3.9%
R > 4%	7%

Source: BCA



Source: Aberdeen

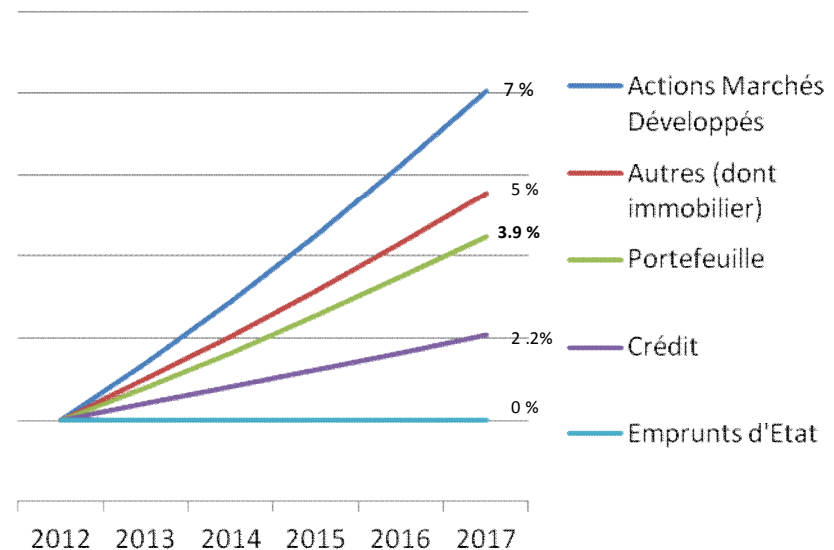
Evolution de l'allocation d'actifs des fonds de pension européens



- “ Les portefeuilles des fonds de pension sont encore investis à plus de 80% en actions et en taux
- “ La part actions a diminué de façon significative dans plusieurs pays (Royaume-Uni, Allemagne) au profit des obligations
- “ La diversification des portefeuilles reste encore marginale

Rendement espéré sur les cinq prochaines années

- “ Portefeuille représentatif type (Suisse, UK, Pays-Bas):
 - . 35 % actions, 45 % taux (27% titres d'Etat, 18% crédit), 20 % autres actifs (immobilier, alternatifs)
- “ Un portefeuille investi pour 50% en actions et 50% en taux US a délivré une performance moyenne de 8.2% de 1926 à 2010*
- “ Rendement espéré modéré pour notre portefeuille représentatif dans un contexte macro-économique stable
- “ Une hausse trop rapide des taux d'intérêt aurait un impact négatif sur la plupart des actifs



Dans un scénario médian, les actions délivreraient une performance annualisée de 7%, les taux d'intérêt se normaliseraient progressivement vers 4.5% et le crédit conserve un spread moyen de 120 points de base. Un rendement moyen de 5% est retenu pour l'immobilier et les autres placements

* source Vanguard – Asset allocation in a low yield and volatile environment, nov 2011

Rendements au sein de l'univers obligataire

Classe d'actifs	Rendement à maturité*
US High Yield (Single B)	6.16
Pan-European High Yield	6.10
Emerging Sovereigns (LC)	5.73
Emerging Corporates (HC)	6.09
Emerging Sovereigns (HC)	5.73
Asian Corporates	1.05
US Corporates	3.39
Pan-Euro Corporates	2.61
US 10y	2.96

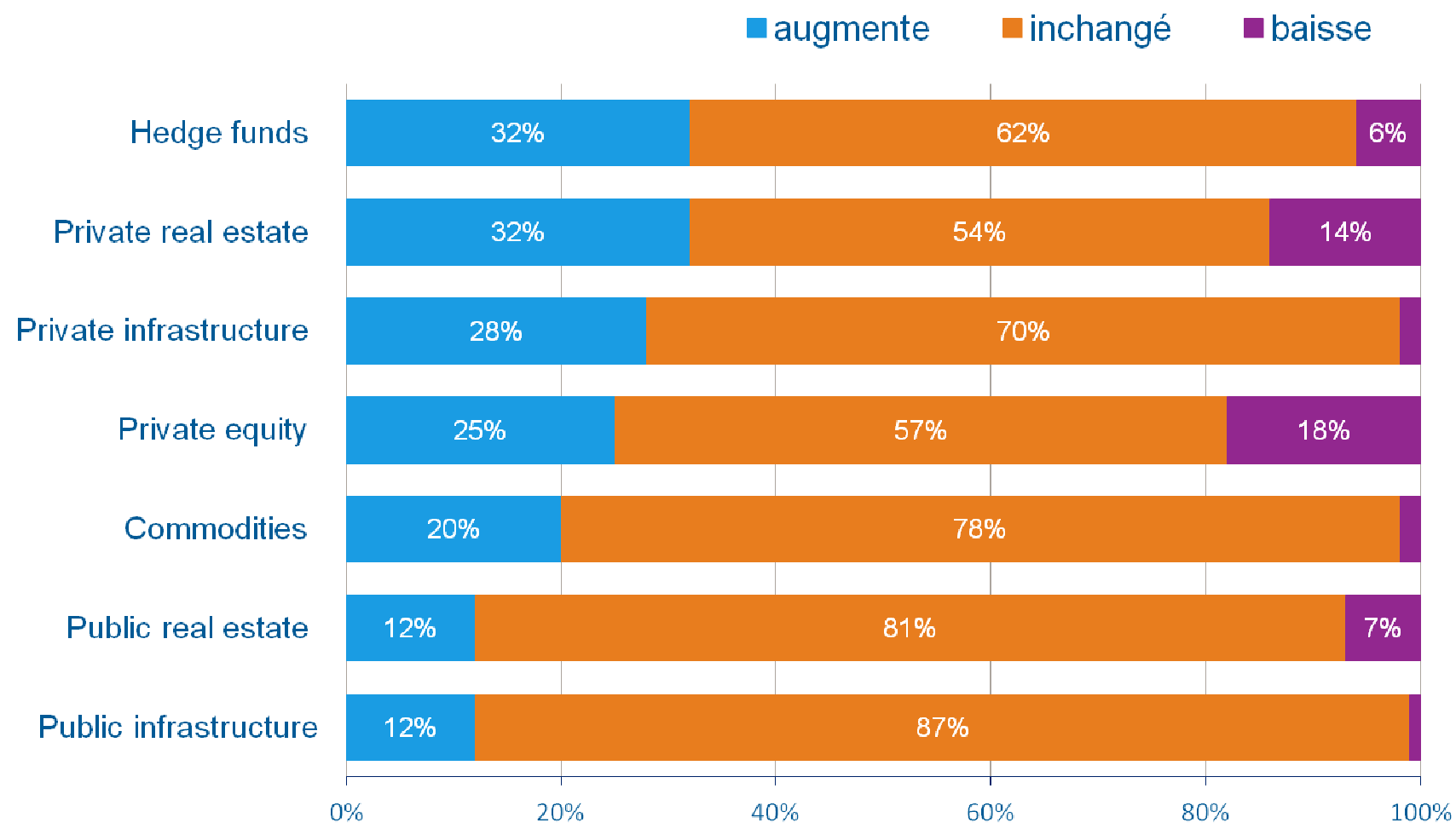
Matrice de Corrélation (USD, de 01/2003 à 01/2013, données mensuelles)							
	Volatilité	Crédit	High yield	Actions	Dette EM	Convert.	Titres d'État
Credit	5%	1.00	0.57	0.46	0.54	0.60	0.02
High yield	16%	0.57	1.00	0.81	0.94	0.91	-0.26
Actions	19%	0.46	0.81	1.00	0.76	0.91	-0.58
Dette émergente	9%	0.54	0.94	0.76	1.00	0.84	-0.08
Convertible	15%	0.60	0.91	0.91	0.84	1.00	-0.49
Titres d'État	2%	0.02	-0.26	-0.58	-0.08	-0.49	1.00

- “ Les rendements sur les investissements obligataires autres que gouvernementaux restent attractifs
- “ Ces actifs offrent une bonne diversification vis-à-vis des titres d'État mais sont en revanche corrélés aux actions

Source Aberdeen: Barclays Capital Aggregate indices (Euro, US, Sterling, Euro HY, US HY) JPM indices (JACI, GBI EM, CEMBI, EMBI); au 30 août 2013

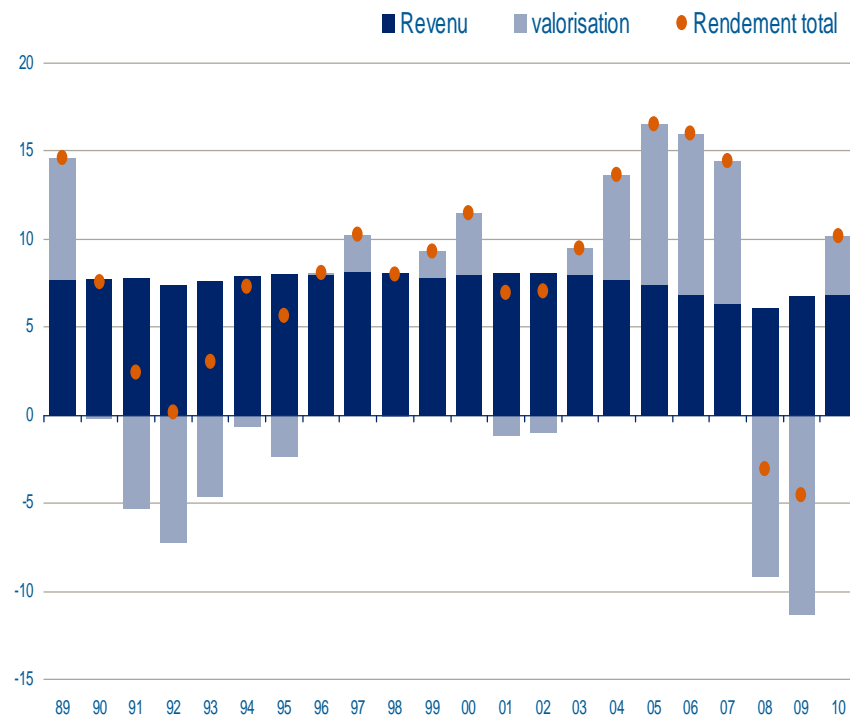
Intentions d'investissement dans les actifs « alternatifs »

Enquête réalisée en 2012 et anticipations pour les trois prochaines années

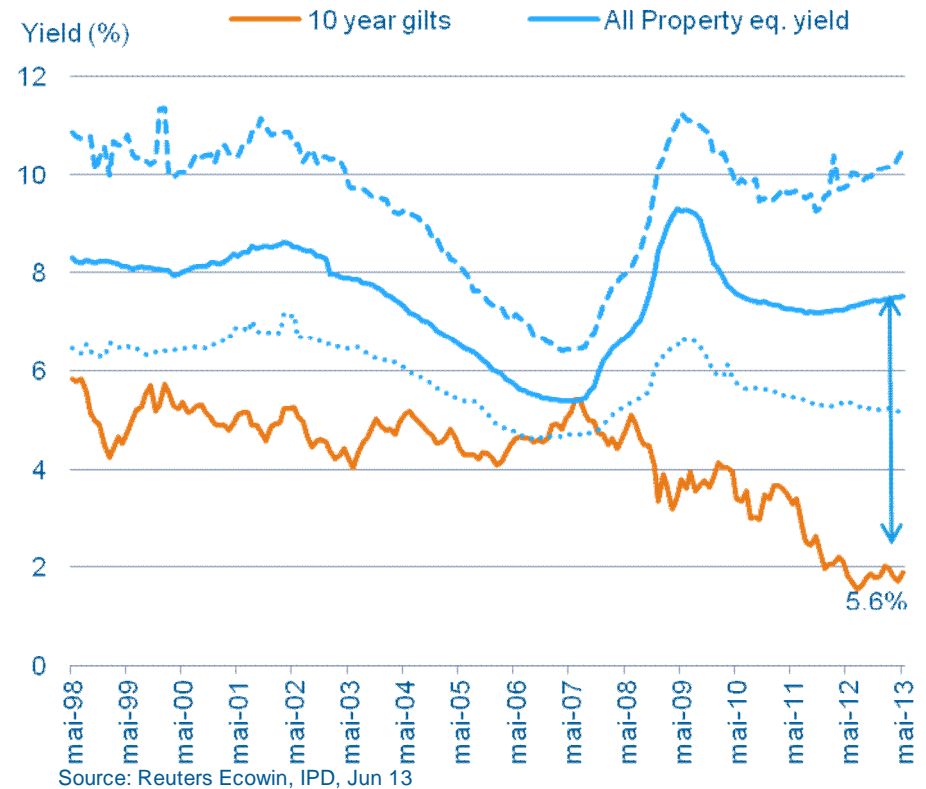


Source: Russell Investments 2012 Global Survey on Alternative Investing

Immobilier: un taux de rendement stable et élevé relatif à l'obligataire



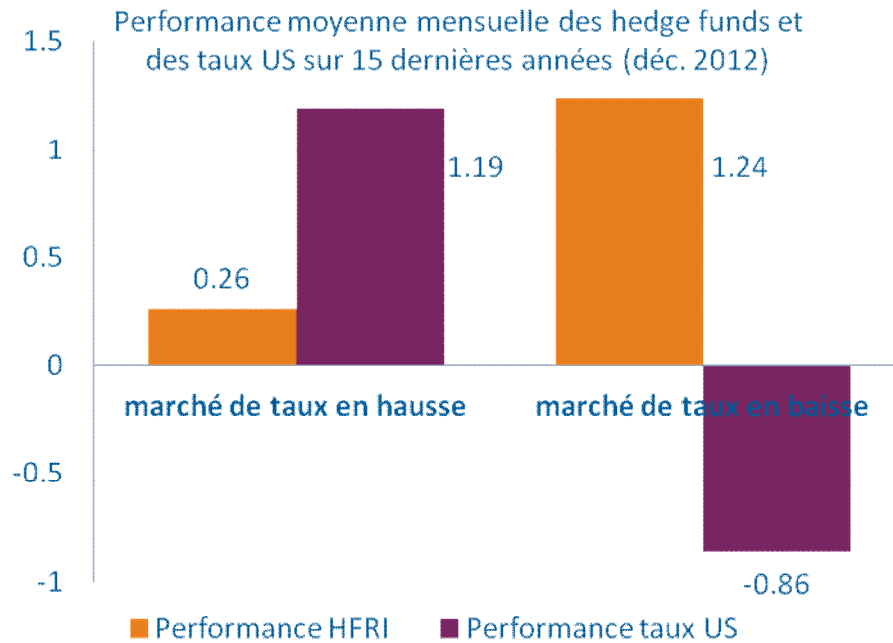
Source: IPD, NCREIF, Aberdeen Asset Management



Source: Reuters Ecowin, IPD, Jun 13

- ~ Le revenu représente une composante significative du rendement global de l'immobilier
- ~ Sur les vingt dernières années, l'immobilier a toujours dégagé un revenu significatif et stable

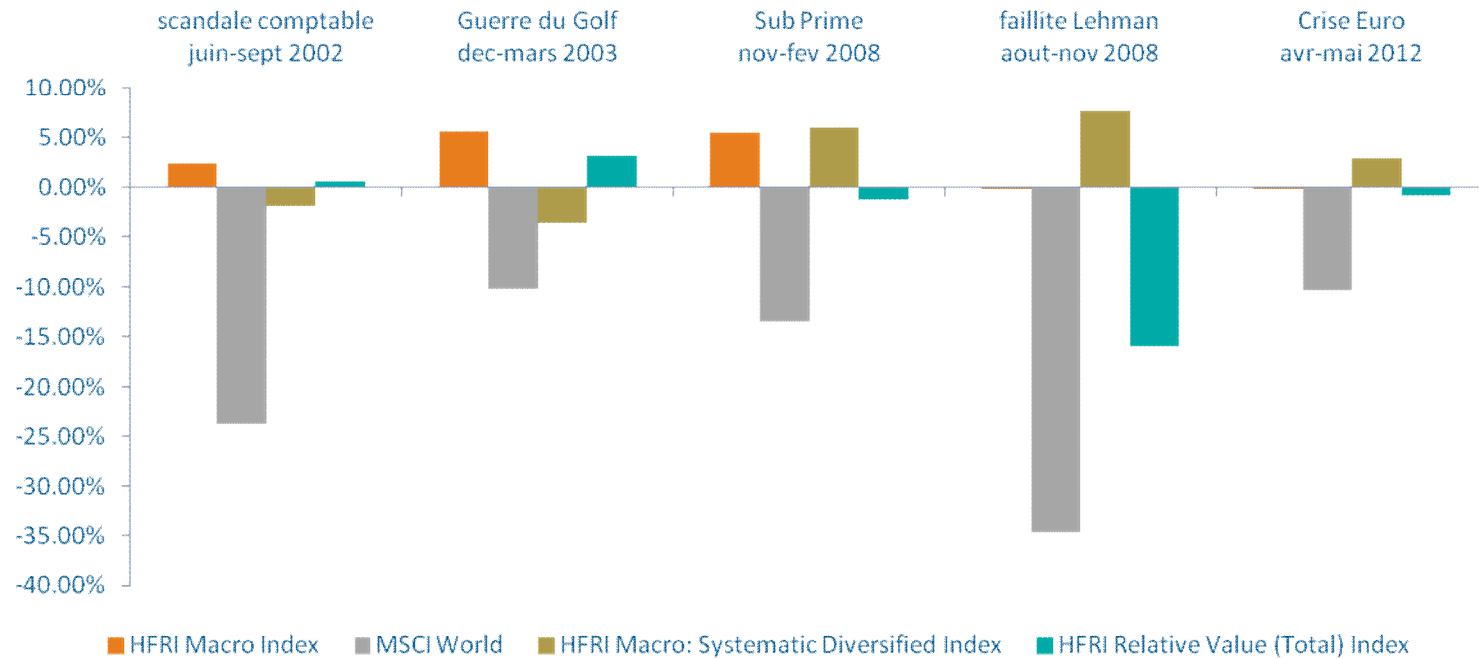
La gestion alternative face au contexte économique



Source: JPMorgan, Feb 2013, Evaluating HFs in a low growth and low yield environment

- “ Les hedge funds devraient bien se comporter dans un contexte de hausse de taux
- “ Dans différents environnements économiques, les hedge funds ont pu en moyenne se positionner favorablement, comparé aux autres classes d'actifs
- “ Cependant dans des périodes de fort stress de marché, certaines stratégies souffrent notamment dans un contexte de choc de liquidité

Les hedge funds: une diversité de stratégies plutôt qu'une classe d'actifs

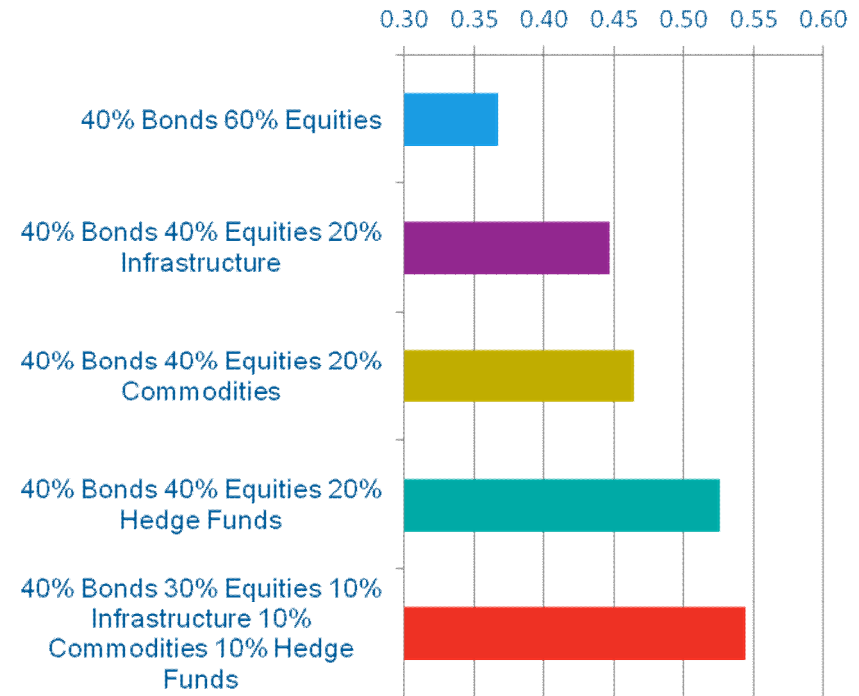


- ~ Certains types de stratégies alternatives ont bien résisté dans des environnements de marchés difficiles
- ~ L'intérêt de ces stratégies est d'abord de diversifier les risques :
 - . profils de risque et source de revenus très variés selon les stratégies (tactique, arbitrage, fondamentale)
 - . ne s'intègrent pas dans un portefeuille comme une classe d'actifs mais selon leurs expositions aux facteurs de risque (actions, taux, crédit, volatilité, tendance)
- ~ Une analyse approfondie du processus d'investissement est indispensable avant tout investissement

Les atouts d'un portefeuille plus diversifié

- Il est possible d'améliorer significativement le ratio de Sharpe d'un portefeuille en introduisant de nouvelles stratégies d'investissement
- La diversification des risques devient aussi importante que la recherche de nouvelles sources de rendement
 - objectif de réduction de la volatilité globale
 - réduction de la sensibilité aux actions et aux taux
 - protection contre les fortes baisses de marché
- La construction de portefeuille est essentielle pour optimiser la diversification :
 - allocation des actifs robuste
 - analyse des risques solide

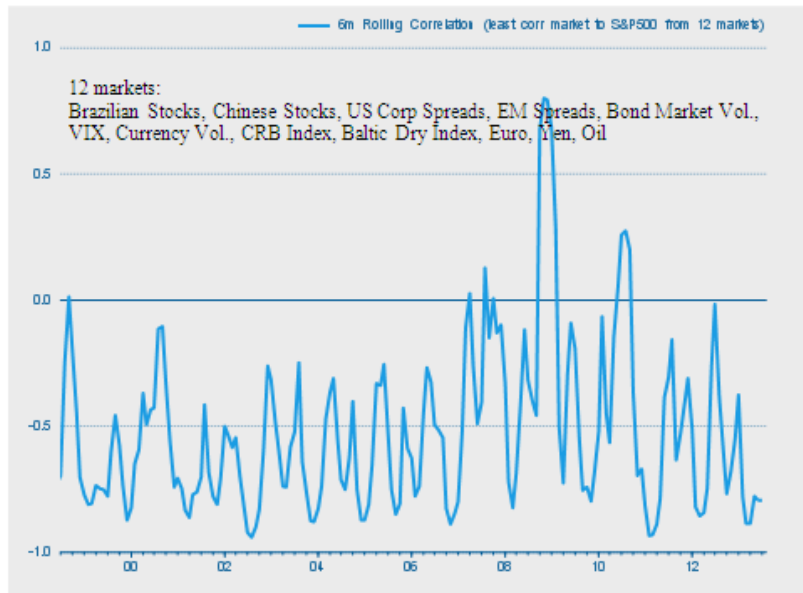
Rendement par unité de risque



Source: Aberdeen. Barclays Global Aggregate, MSCI World, DJ UBS Commodity Index, HFRI Fund Of Funds Composite, FTSE Macq Global Infrastructure. Total Return, USD Annualised total return per annualised standard deviation of returns.

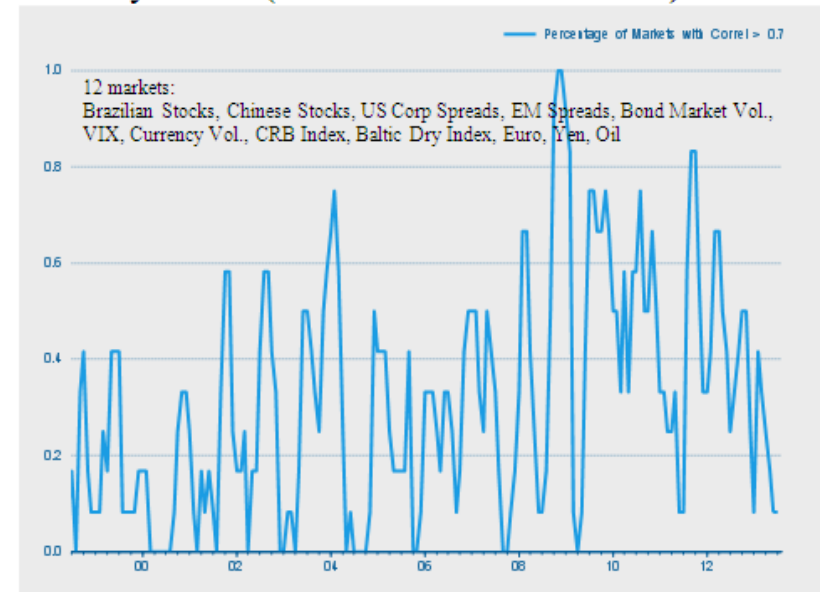
Une corrélation des actifs dépendant du niveau de stress des marchés

6m: Least Corr. Markets to S&P 500



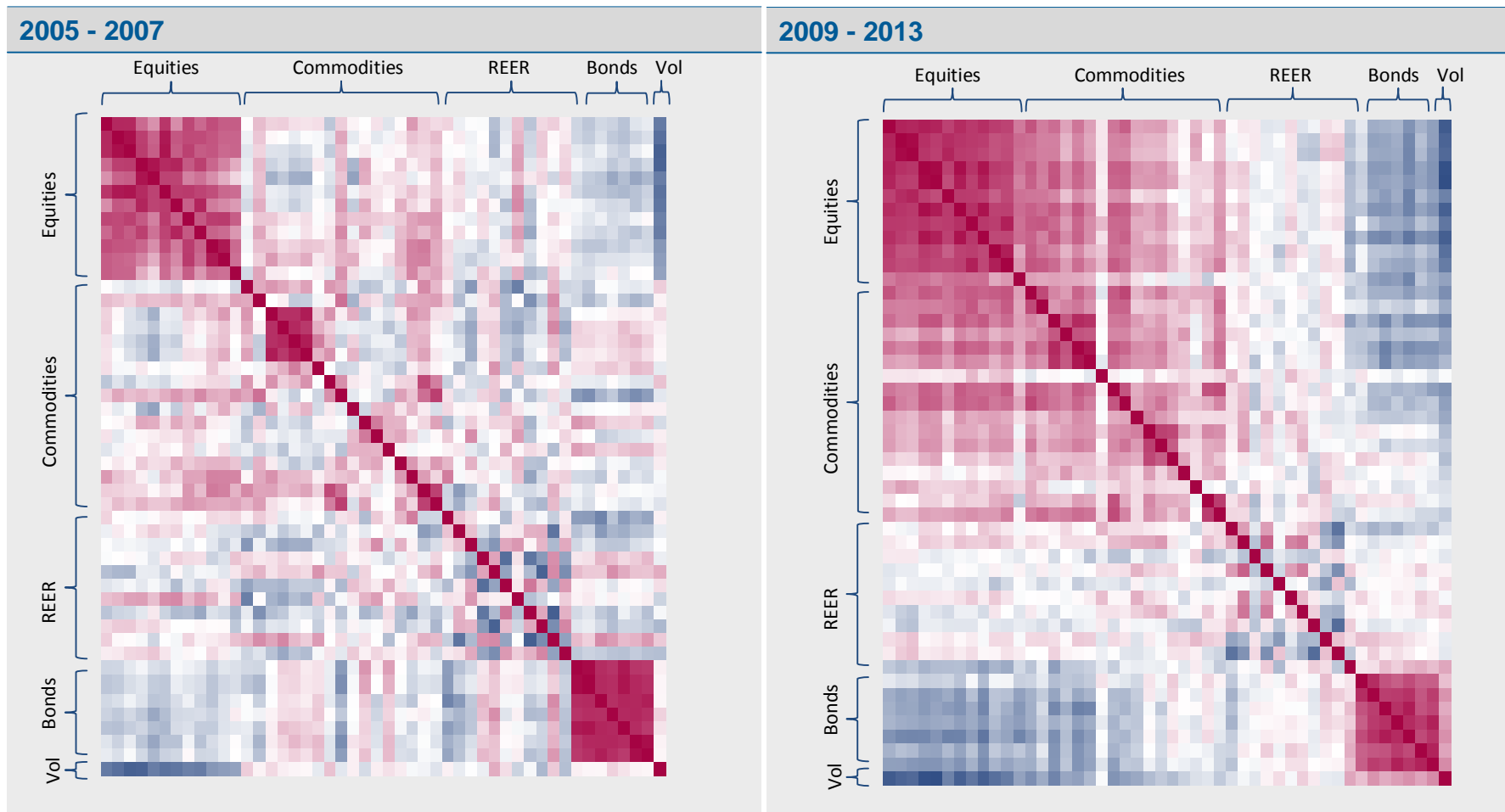
Source: Aberdeen

Anxiety Index (S&P 500 vs. 12 markets)



- “ La diversification peut s'avérer moins efficace dans certains environnements de marchés
- “ En période de stress, tous les actifs se corrélaient entre eux diminuant ainsi les effets positifs de la diversification

Corrélations mensuelle entre actifs variables au cours du temps

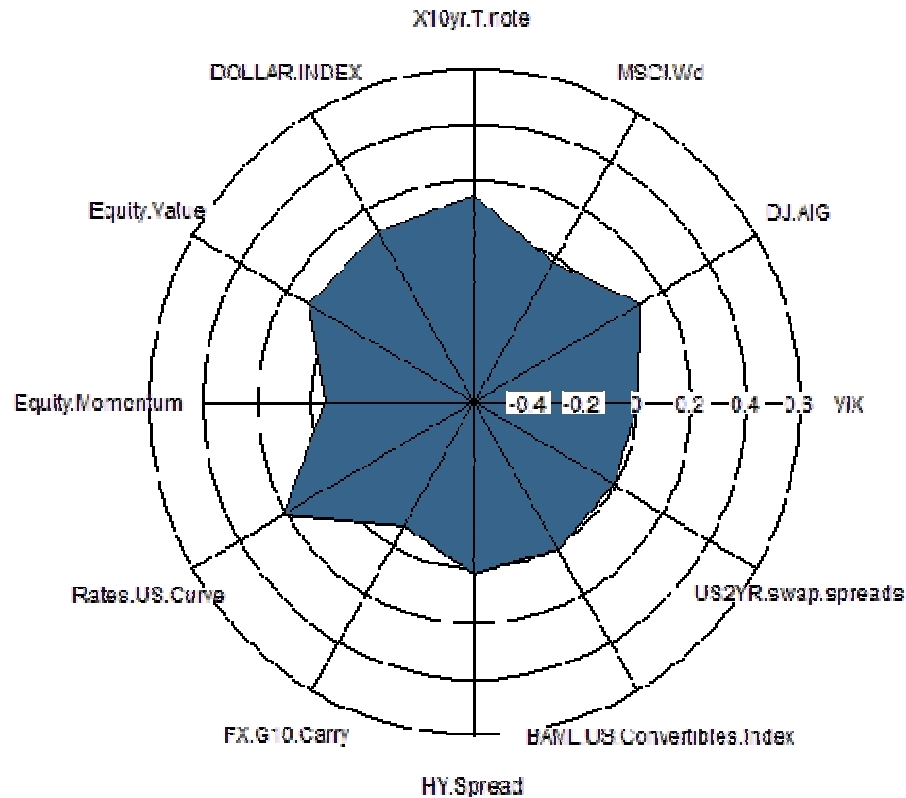


Source: Aberdeen

Positive correlation ← → Negative correlation



Diversification sous l'angle des expositions aux facteurs de risque



- “ Pour un portefeuille donné, on peut déterminer différents facteurs de risque de marchés
- “ Une recherche de stratégies dites alternatives permet de diversifier les expositions aux facteurs de risque
- “ Une bonne compréhension des investissements sous-jacents est nécessaire
- “ La construction de portefeuille permet de réconcilier l'analyse en facteurs de risque et l'allocation finale en classes d'actifs

La gestion flexible ou la recherche de rendement absolu

- Objectif de rendement absolu :
 - recherche d'un rendement absolu et non pas relatif à des indices de marché
 - générer un rendement positif sur un cycle de marché avec une volatilité maîtrisée
- Objectif de gestion du risque :
 - protection du portefeuille en cas de forte baisse des marchés, recherche d'un profil de risque asymétrique
 - volatilité lissée au cours du temps
- Allocation flexible :
 - allocation d'actifs dynamique afin de bénéficier des meilleures opportunités sur un marché donné
 - allocation sur mesure pour un objectif et des contraintes donnés
- Diversification des actifs :
 - expositions sur des stratégies "alternatives" (immobilier, hedge funds, private equity, ...)
 - possibilité d'intervenir sur les produits dérivés

La gestion flexible ou recherche de rendement absolu

“ Principaux avantages

- . Gestion non contrainte s'adaptant au contexte de marchés
- . Drawdown limité en cas de fortes baisses des marchés
- . Bien adaptée aux fonds de pension avec un objectif de rendement absolu

“ Principaux inconvénients

- . Performance liée au gérant et à sa capacité à générer de l'alpha à travers ses choix d'allocation (timing, gestion du risque, construction du portefeuille...)
- . Performance difficilement lisible : analyse du processus d'investissement et des sources de valeur ajoutée indispensable

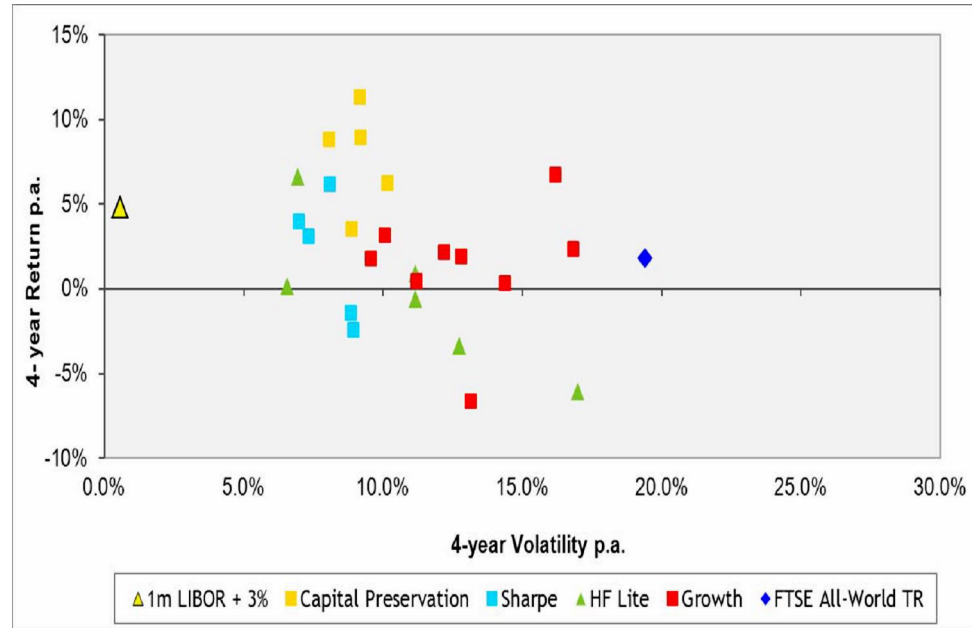


Pour ce type de fonds, l'analyse du risque est aussi importante que celle du rendement où la nécessité de suivre différents indicateurs (perte maximale historique, VAR, ratio de Sharpe)

La gestion flexible ou recherche de rendement absolu

- “ L'univers des fonds à rendement absolu est très vaste avec des styles de gestion différents et les classifications retenues ne sont pas toujours pertinentes
- “ Fonds long-only classés dans des univers diversifiés (conservateur, équilibré) ou rendement absolu, fonds alternatifs multi-strategies, Diversified Growth fund au UK

Rendement/risque des fonds Diversified Growth Funds (01/2008-12/2011)



Rendement/risque des fonds diversifiés et flexibles (peer groups français)

PiRho, UK Diversified Growth Funds, 2012

Période 12/07-12/10	# fonds	Univers		1er décile		1er quartile	
Peer groups	# fonds	Rend.	Volat.	Rend.	Volat.	Rend.	Volat.
Profil prudent	318	1.4	5.5	11.4	5.4	9.6	5.3
Profil équilibre	134	-5.4	12.5	3.4	11.8	2.1	12
Profil dynamique	113	-13.3	19.7	-3.7	19.1	-2.9	19.8
Fonds flexibles	294	-6.3	12.5	14.8	12	12.7	12.6

FundQuest, Les fonds flexibles, sept. 2011, Morningstar, Lipper

Gestion sous contrainte de risque

“ Gestion systématique sous contrainte de risque :

- Volatilité cible ou capée, Value at Risk maximale, perte maximale autorisée, budget de risque donné etc
- Allocation dynamique des actifs
- Principal avantage : les stop loss permettent de réduire les pertes tout en maintenant une certaine exposition aux actifs risqués et donc une espérance de rendement à moyen terme

“ La gestion à coussin :

- Permet une protection partielle ou totale du portefeuille
- En cas de fortes baisses, risque d'indexation moindre aux actifs risqués, voire de monétarisation
- Contexte de taux bas peu adapté à ce type de gestion

“ Un exemple de gestion sous contrainte : l'approche Risk Parity :

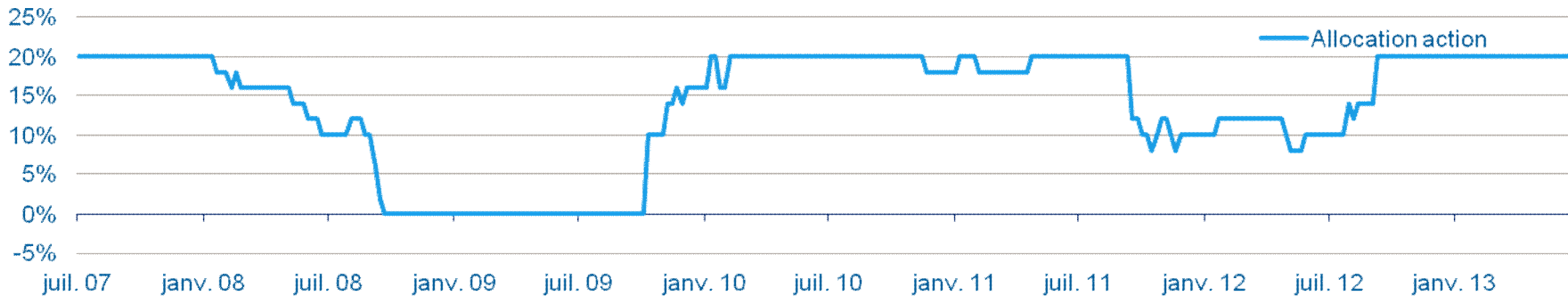
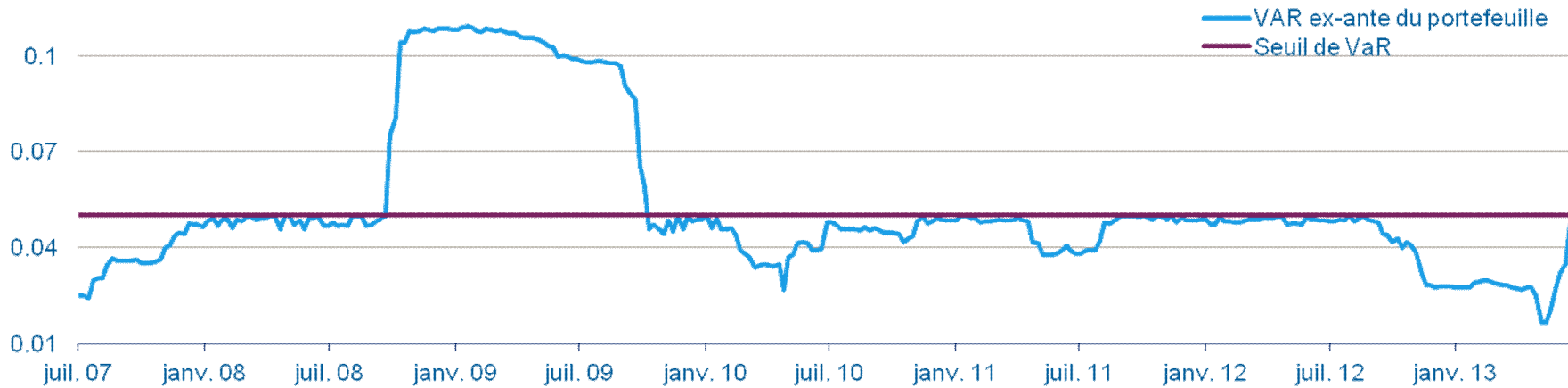
- Budget en risque alloué à parts égales entre plusieurs classes d'actifs
- Allocation en facteurs de risques

“ Les stratégies de tail risk : une allocation tactique

- Couverture des risques extrêmes
- Utilisation de produits dérivés (options en dehors de la monnaie)

Allocation dynamique sous contrainte de Value At Risk

“ Allocation dynamique du portefeuille en fonction de l'évolution de sa VAR ex-ante a 12 mois



Source Aberdeen

Conclusion

- “ L'environnement de taux bas et la remontée probable des taux d'intérêt conduisent à rechercher une plus grande diversification des actifs
- “ Des opportunités existent mais cette recherche de rendement doit se faire dans le cadre d'une analyse globale du portefeuille afin de bien maîtriser les facteurs de risque sous-jacents
- “ La recherche de stratégies à rendement absolu est aussi une autre source de diversification mais la « due diligence » sur la capacité du gérant à dégager de l'alpha soignée est indispensable
- “ L'allocation d'actifs devient essentielle afin d'adapter le portefeuille aux changements de cycles de marchés mais aussi pour mieux maîtriser le risque global du portefeuille

Contacts

Conférenciers



Christophe Belhomme
Head of Investment Office

Tel: +44 20 7463 5905

Email: christophe.belhomme@aberdeen-asset.com



Sandra Caignou
Head of Investments (France)

Tel: +33 1 7309 0315

Email: sandra.caignou@aberdeen-asset.com

Contacts pour la Suisse



Frederic Niamkey
Senior Business Development Manager

Tel: +41 22 3183 838

Email: frederic.niamkey@aberdeen-asset.com



Henrik Grethe
Senior Business Development Manager

Tel: +41 44 2082631

Email: henrik.grethe@aberdeen-asset.com



Franziska Fuhrer
Senior Business Development Manager

Tel: +41 44 208 2651

Email: franziska.fuhrer@aberdeen-asset.com

Réservé aux investisseurs professionnels.

Non destiné aux investisseurs privés.

- Les informations contenues dans le présent document sont de nature générale et données à titre informatif seulement. Elles se basent sur des sources estimées fiables et toutes les opinions exprimées le sont de manière honnête à la date applicable. Si les informations présentées dans ce document contiennent des prévisions ou toute autre estimation sur l'avenir, ces déclarations ne sont que des conjectures et les événements ou résultats réels peuvent se révéler très différents. Aberdeen Asset Managers Switzerland AG (« AAMS ») et Aberdeen Asset Managers Limited (AAML) ne fournissent aucune garantie d'exactitude ou de fiabilité de ces informations et n'assume aucune responsabilité envers les personnes qui s'y fient. Toutes les informations proviennent du groupe de sociétés Aberdeen Asset Management. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à fournir des conseils d'investissement ou des conseils sur des produits financiers personnels. Elles ne doivent pas être considérées comme une offre ou une sollicitation à prendre part à un investissement mentionné dans le présent document. Ce document n'a pas été préparé en tenant compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins particuliers d'un quelconque investisseur, aussi est-il important que les investisseurs examinent la pertinence des informations en fonction de leur propre situation financière, fiscale et leurs objectifs et qu'ils consultent de préférence leur conseiller habituel. AAMS et AAML ne seront pas tenu responsable de toute perte ou dommage envers quiconque en rapport avec les présentes informations, sauf si requis par la loi applicable. Toute copie, modification, vente, distribution, adaptation, publication, reformulation, reproduction ou toute autre utilisation est interdite, sauf autorisation écrite préalable d'AAMS pour la Suisse ou AAML pour l'UE.
- Publié par Aberdeen Asset Managers Switzerland AG. Enregistré en Suisse sous le n°CH-020.3.033.962-7. Siège social : Schweizergasse 14, 8001 Zurich. Organisme autorisé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) pour la distribution d'organisme de placement collectif.
- Publié dans l'UE par Aberdeen Asset Managers Limited (AAML). Immatriculé en Écosse sous le n° 108419. Siège social : 10 Queens Terrace, Aberdeen, AB10 1YG. Organisme autorisé et régulé par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.
- AAML et AAMS AG se réservent le droit de apporter des changements ou des corrections à toute information contenue dans ce document à tout moment et sans notification préalable.