

# L'allocation d'actifs dans un environnement de taux bas

**Novembre 2015**

**Christophe Belhomme**, Head of Investment Office  
**Sandra Caignou**, Head of Investments (France)  
Aberdeen Asset Management

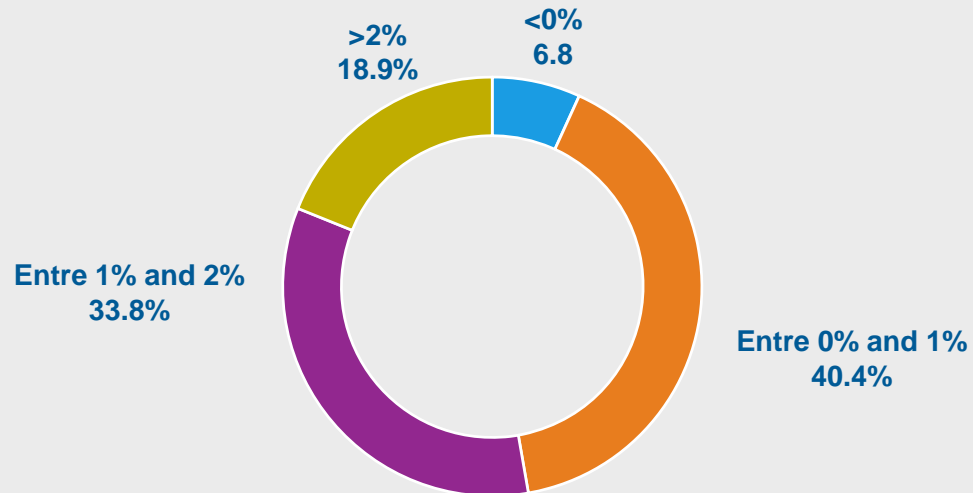


Réservé aux investisseurs professionnels. Non destiné aux investisseurs privés.

**Aberdeen**

# Des rendements obligataires souverains au plus bas

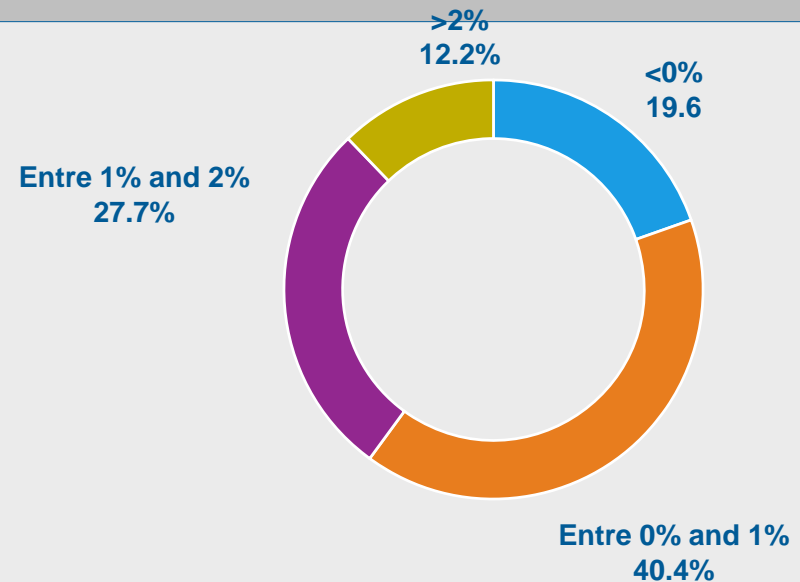
Décomposition du rendement: JPMorgan GBI



Source: JPMorgan, 31 Aug 2015

- 6.8% des titres de l'indice ont un rendement négatif
- 47.2% de l'indice a un rendement inférieur à 1%
- Le rendement moyen de l'indice JPMorgan GBI est de 1%

Décomposition du rendement: JPMorgan EMU GBI



- 19.6% des titres de l'indice ont un rendement négatif
- 60 % de l'indice a un rendement inférieur à 1%
- Le rendement moyen de l'indice JPMorgan EMU GBI est de 0.9%

# La diversification au sein de la classe d'actifs obligataire

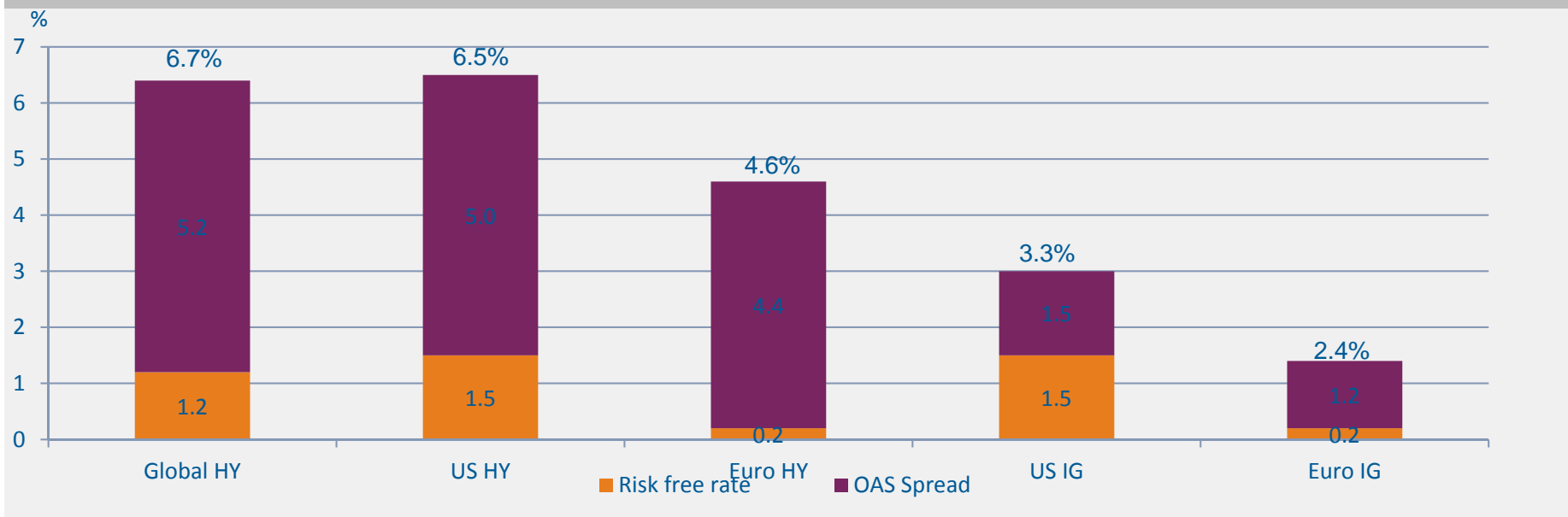
---

- Il existe une demande naturelle pour les obligations : un besoin de revenus pour certains et des engagements de passif devant être adossés pour d'autres.
- Cependant les faibles rendements attendus à court et plus long terme ainsi que leur profil de risque actuel conduisent les investisseurs à rechercher d'autres actifs qui puissent assurer des fonctions similaires à celles des obligations
  - Revenu régulier + actif défensif protégeant le portefeuille
- Recherche de sources de revenus différentes au sein de la classe d'actifs obligataire
  - Le crédit, les obligations à haut rendement, les obligations émergentes
  - Les obligations américaines offrant un rendement plus élevé dans un contexte de couverture €/ \$ faible
  - Les investisseurs Euro investissent de plus en plus sur les obligations étrangères depuis plus d'un an
- Les risques associés à ces actifs ne permettent pas de les définir comme un actif sans risque
- Recherche de sources de rendement au-delà de la classe d'actifs obligataire (actifs offrant une prime de liquidité et des revenus plus élevés) avec des actifs offrant une structure de revenus réguliers et stables

# La diversification obligataire

## Le segment du haut rendement et les obligations émergentes

### Des rendements attractifs dans l'univers du High Yield



Source: Bloomberg/Aberdeen, data as of 30 Jun 15

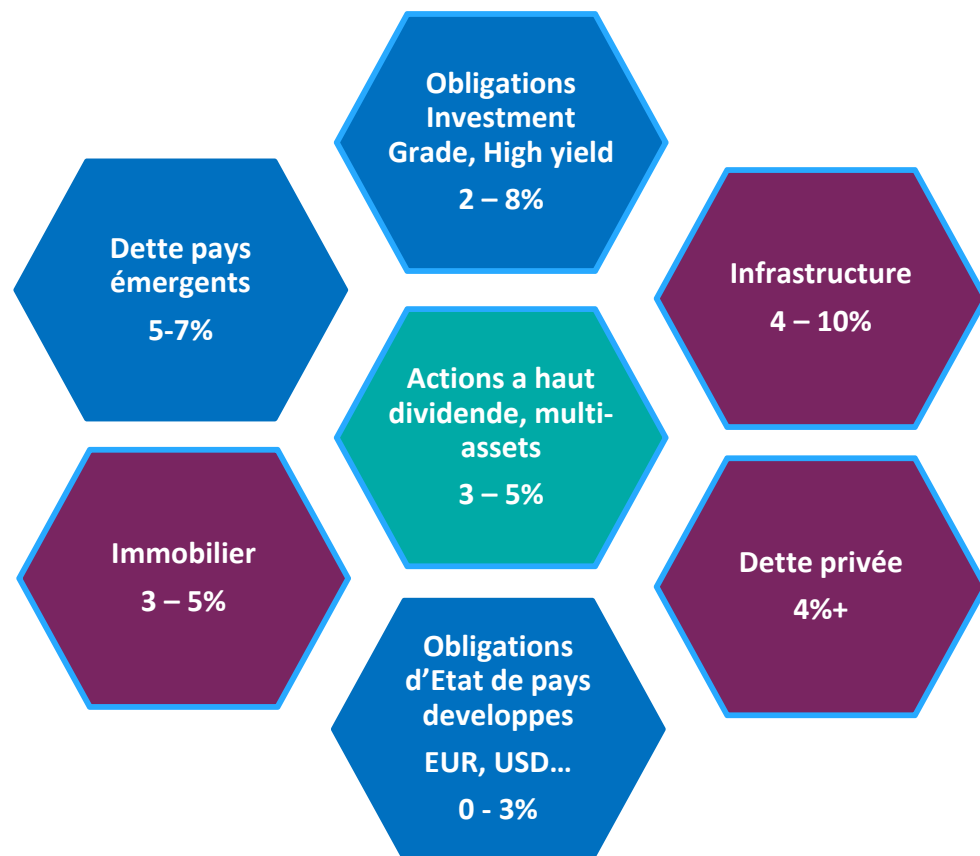
### JPM CEMBI BD spread contre treasuries (bps)



Source: BOA/Merrill Lynch, 31 Mar 2015

# Sources de revenus alternatives aux obligations

## La prime de liquidité

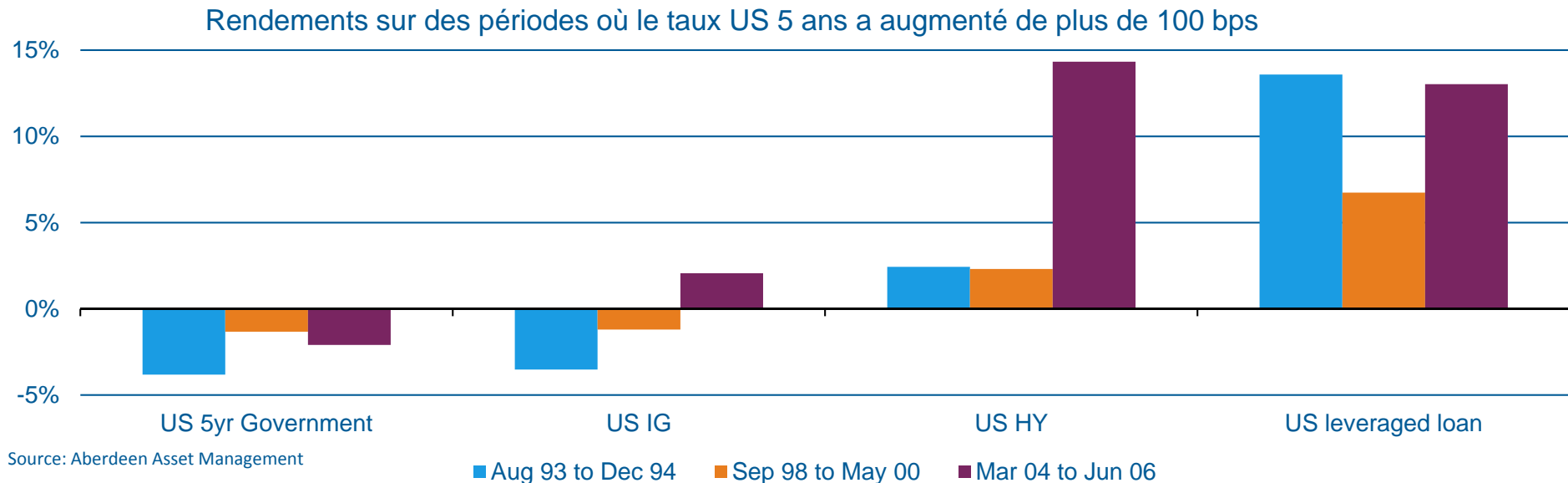


- Une prime de liquidité permettant d'offrir des revenus plus élevés
- Des classes d'actifs plébiscitées par les investisseurs
  - Infrastructure
  - Immobilier
  - Dette Privée
- L'horizon de placement reste un élément central dans les décisions d'allocation des investisseurs
- Adossement à des passifs longs
- Du fait de leur faible liquidité, une limite maximale doit être fixée pour l'allocation à ce type d'actifs
- Les actions ou les fonds multi-assets sont une autre source de revenus mais avec une volatilité a priori plus élevée

# Sources de revenus alternatives aux obligations

## La dette privée - loan

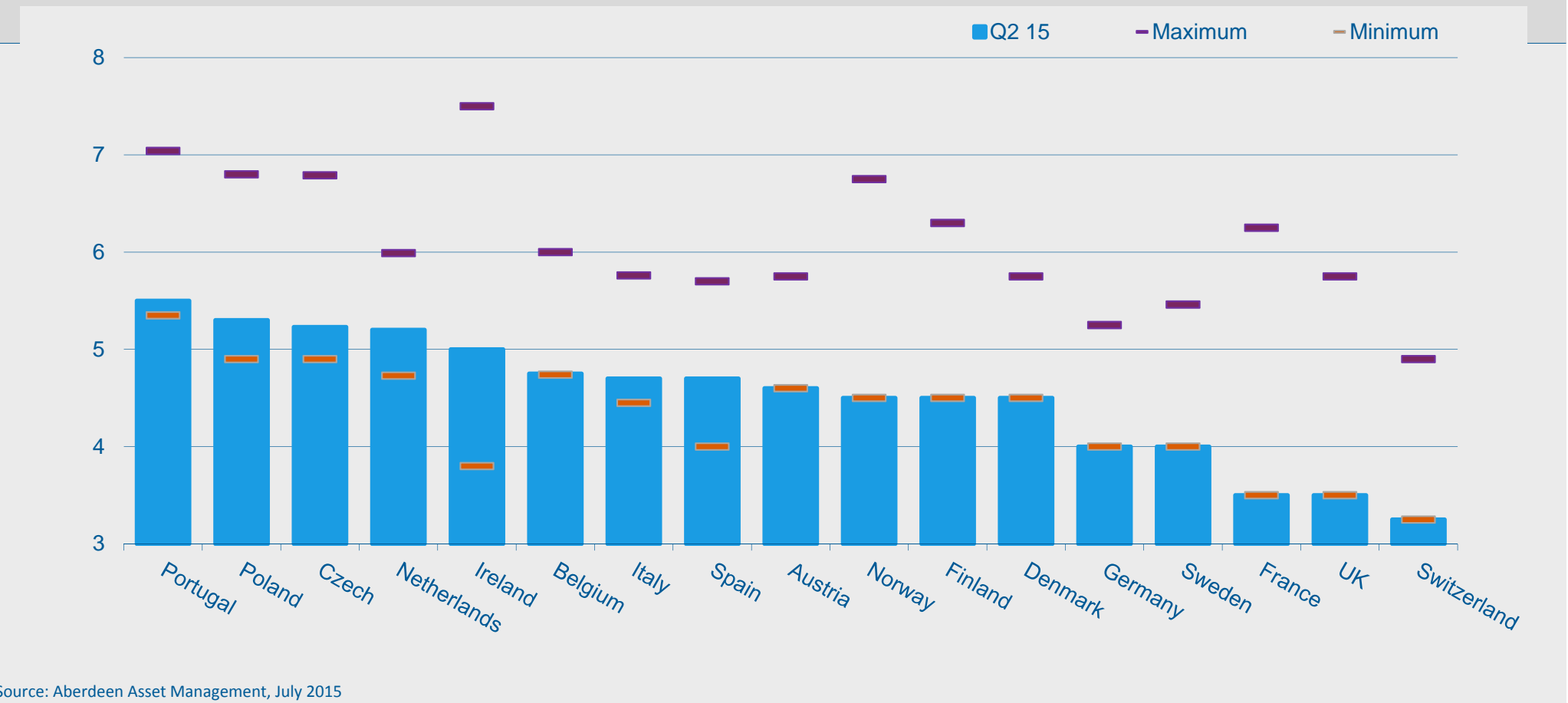
- Les fonds de pension et les assureurs ont élargi leurs placements vers des actifs de type “crédit” (dette privée/loan) pouvant offrir des revenus réguliers
  - Marché en forte expansion du fait du désengagement partiel des banques remplacé en partie par les gérants d'actifs
  - Revenus réguliers et attractifs, taux de recouvrement plus élevé
  - Une rémunération variable permettant de se protéger en cas de hausse des taux
- Néanmoins, cette classe d'actifs doit être considérée en tenant compte de ses risques propres
  - Opacité du fait de transaction de gré-à-gré
  - Hétérogénéité et complexité de la classe d'actifs, segment relativement récent et en développement



# Sources de revenus alternatives aux obligations

## L'immobilier

Rendement Immobilier Commercial 'Prime' depuis 2007 (%)



Source: Aberdeen Asset Management, July 2015

- Bonne visibilité sur les rendements locatifs et niveaux de rendements attractifs
- Diversification géographique permettant d'optimiser les revenus attendus

# Sources de revenus alternatives aux obligations

## Les infrastructures

---

- Source de revenus importante dans un contexte de faible taux d'intérêt
- Rendement attractif comparé à celui offert par le crédit avec un niveau de risque probablement inférieur
- Taux de défaut et de recouvrement meilleur que sur la dette d'entreprises
- Faible corrélation avec les autres classes d'actifs (facteurs de risque diversifiés)
- Actifs d'infrastructure "core" : bâtiments publics, transports, réseaux de transmission et de distribution, et énergies renouvelables
  
- PPP & Social infrastructure
  - Niveaux de cash-flows partiellement liés à l'inflation, avec une faible corrélation avec les cycles économiques.
  
- Quasi PPP
  - Possibilité d'obtenir des rendements plus attractifs pour un niveau de risque légèrement supérieur



# Sources de revenus alternatives aux obligations

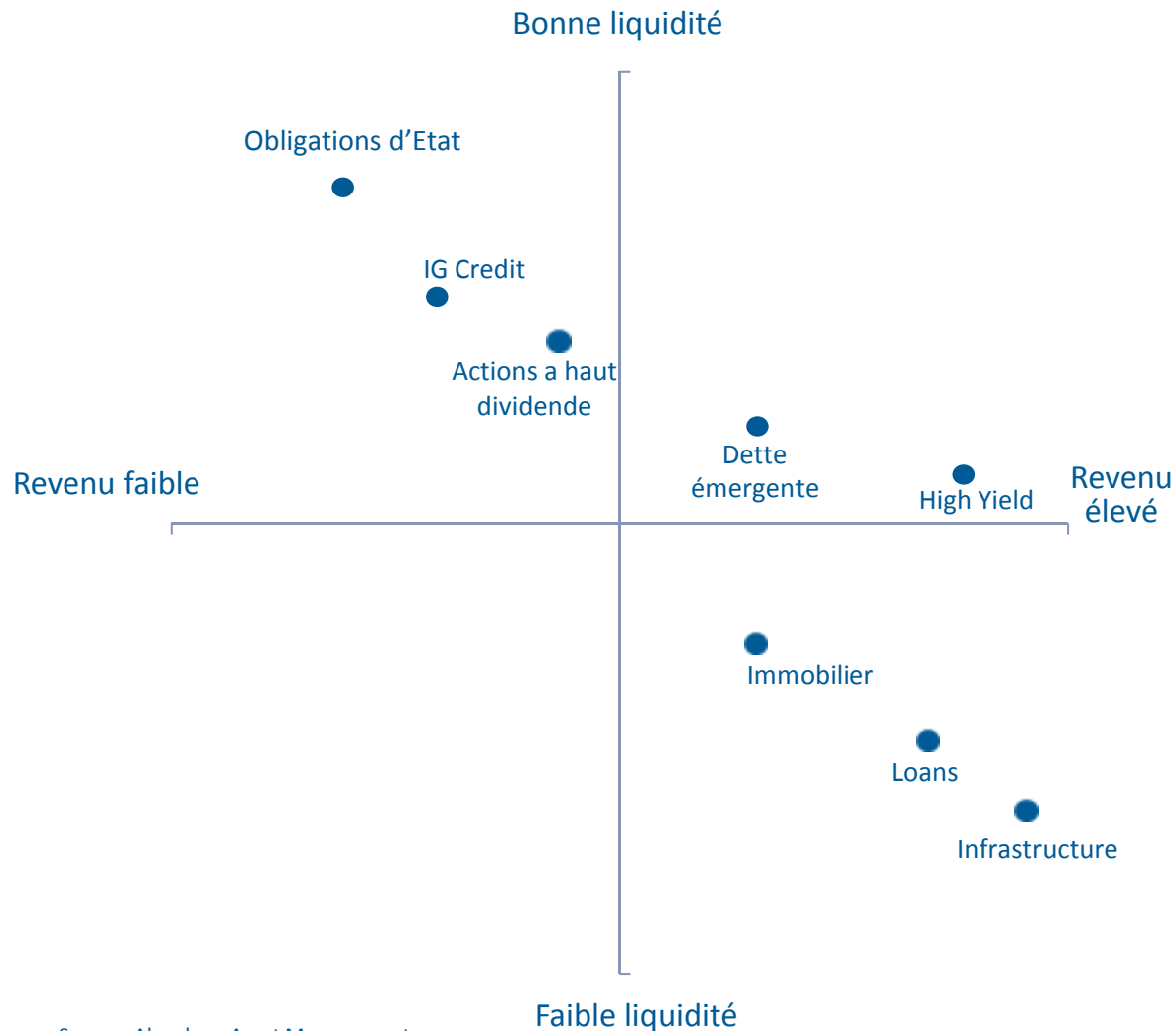
## Les infrastructures

<b>Rentabilité dans le secteur des infrastructures</b>				
<b>Type d'actifs</b>	<b>Niveau de risque</b>	<b>Taux de rendement annuel (années 1 à 5)</b>	<b>Taux de rendement annuel (horizon d'investissement à 20 ans)</b>	<b>Potentiel d'appréciation du capital</b>
<b>PPP/PFI (Brownfield)</b>	<b>Bas</b>	<b>3-5%</b>	<b>5-9%</b>	<b>Très limité</b>
<b>Toll motorways (Brownfield)</b>	<b>Bas à moyen</b>	<b>5-8%</b>	<b>8-12%</b>	<b>Limité</b>
<b>PPP/PFI (Greenfield)</b>	<b>Moyen</b>	<b>0-3%</b>	<b>10-13%</b>	<b>Bon</b>
<b>Toll motorways (Greenfield)</b>	<b>Moyen à fort</b>	<b>0-3%</b>	<b>12-20%</b>	<b>Bon</b>

Source: Aberdeen Asset Management, September 2015

# Sources de revenus alternatives aux obligations

## Un revenu qui doit compenser la faible liquidité

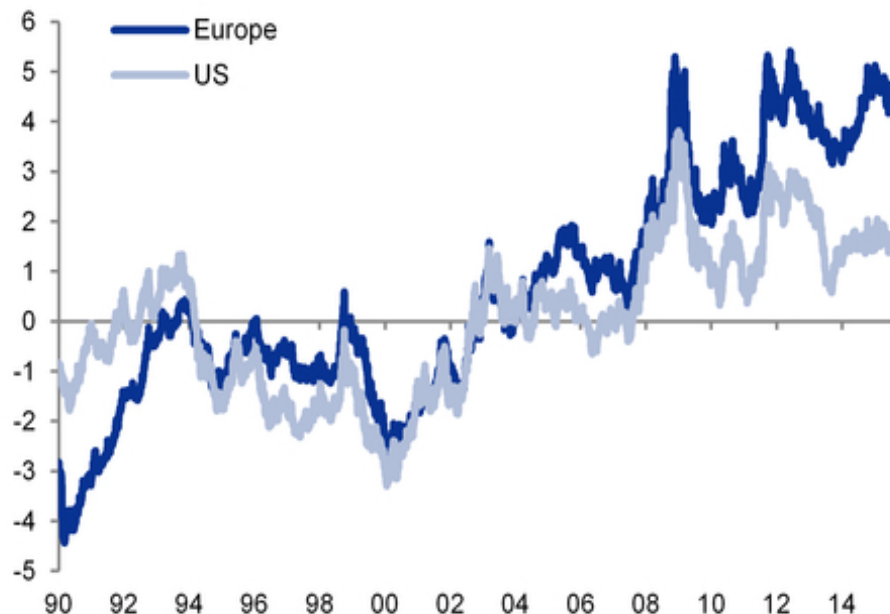


- Le supplément de rendement sur les actifs illiquides doit être suffisant pour compenser :
  - l'illiquidité et la difficulté de réaliser une allocation active
  - les coûts additionnels liés à l'investissement dans ces actifs
  - le risque de défaut
- Nécessité d'une analyse prospective de la liquidité du portefeuille
  - stress scénarii pour évaluer le coût de l'illiquidité
  - difficulté de modéliser le risque des actifs illiquides
- Gouvernance et due diligence renforcées pour le suivi de ces actifs
- Les moyens à déployer pour accéder à ce type d'investissement peuvent constituer un frein pour certains investisseurs

# Sources de revenus au sein des actifs traditionnels liquides

## Actions et fonds multi-actifs

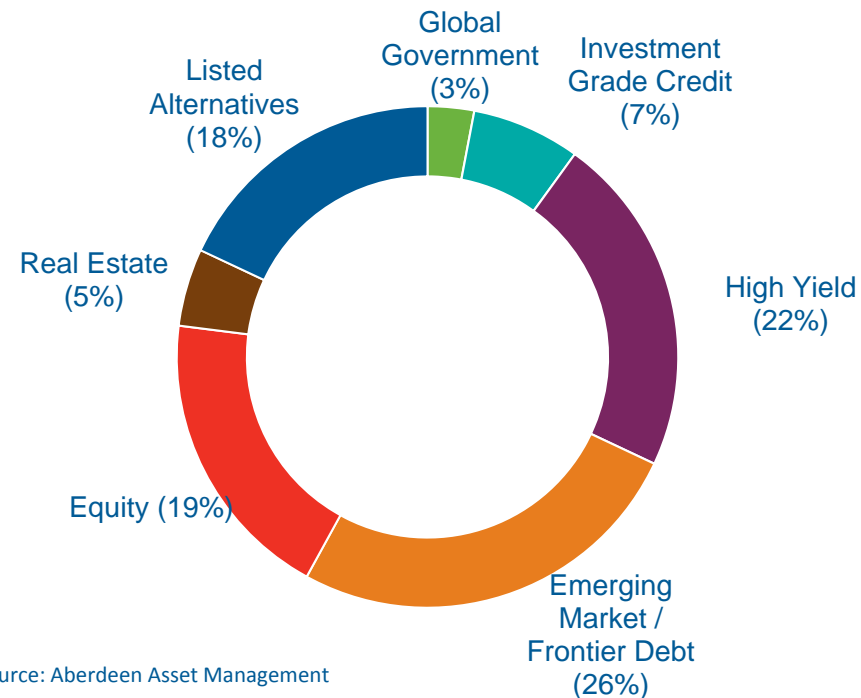
Ecart taux de dividende / taux de rendement réel obligataire



Source: Datastream, Goldman Sachs Global Investment Research.

- Risque en capital: la recherche de revenus sur les actions doit se faire sur un horizon de long terme afin de minimiser la perte en capital

Sources de revenus d'un fonds multi asset income



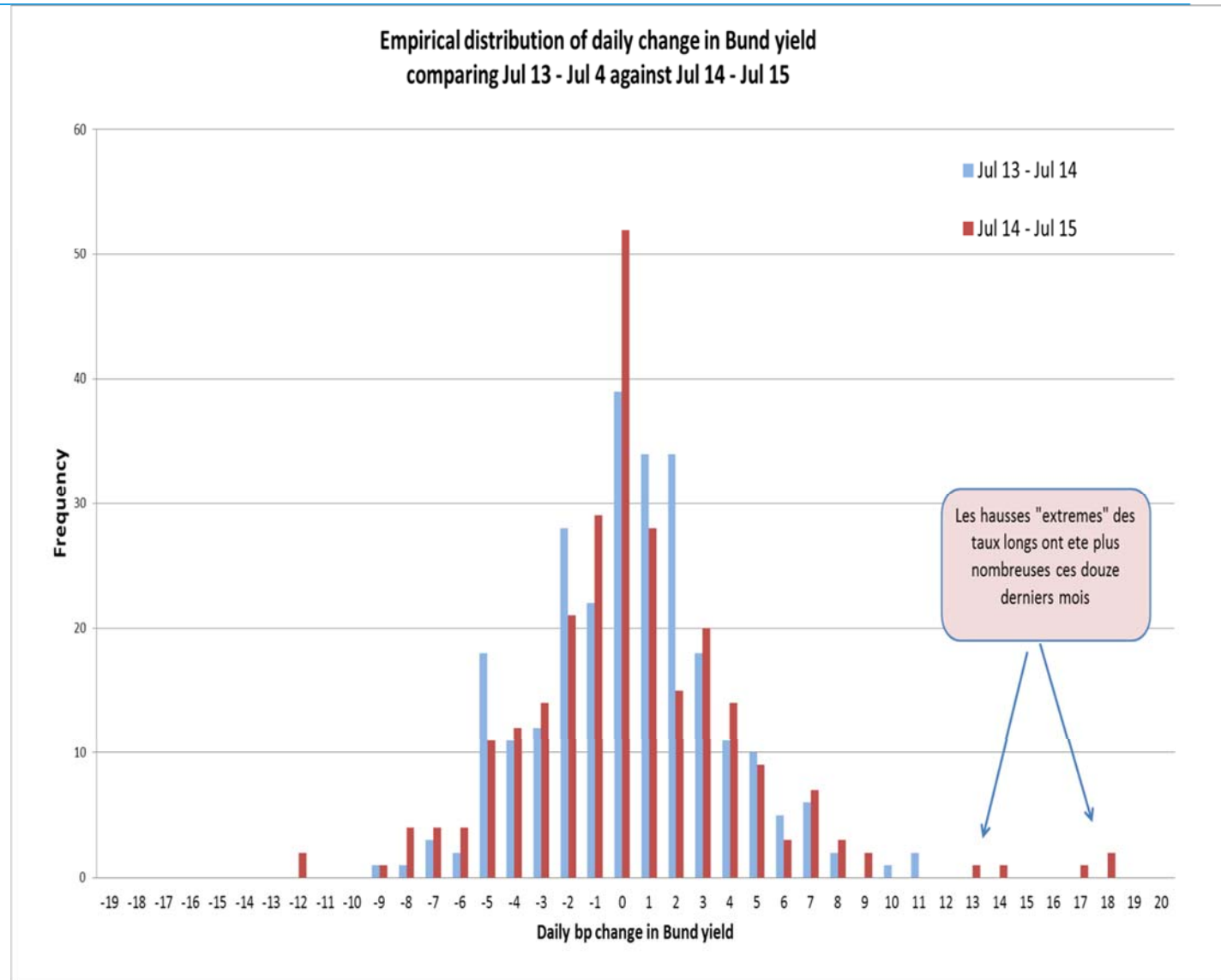
Source: Aberdeen Asset Management

- Un fonds multi asset income peut générer aujourd'hui un revenu de 4.5% tout en étant diversifié sur l'univers obligataire large et sur d'autres classe d'actifs liquides

# Les obligations d'Etat, un actif sans risque ?

## Un profil de risque asymétrique

- Les obligations ont aujourd'hui un profil de risque asymétrique où le risque de perte domine en raison du niveau de taux extrêmement bas
- Ce n'est pas tant la volatilité moyenne qui a augmenté mais plutôt les hausses extrêmes
- Le retrait de certains acteurs de marché et les anticipations négatives de nombreux investisseurs expliquent ces mouvements extrêmes



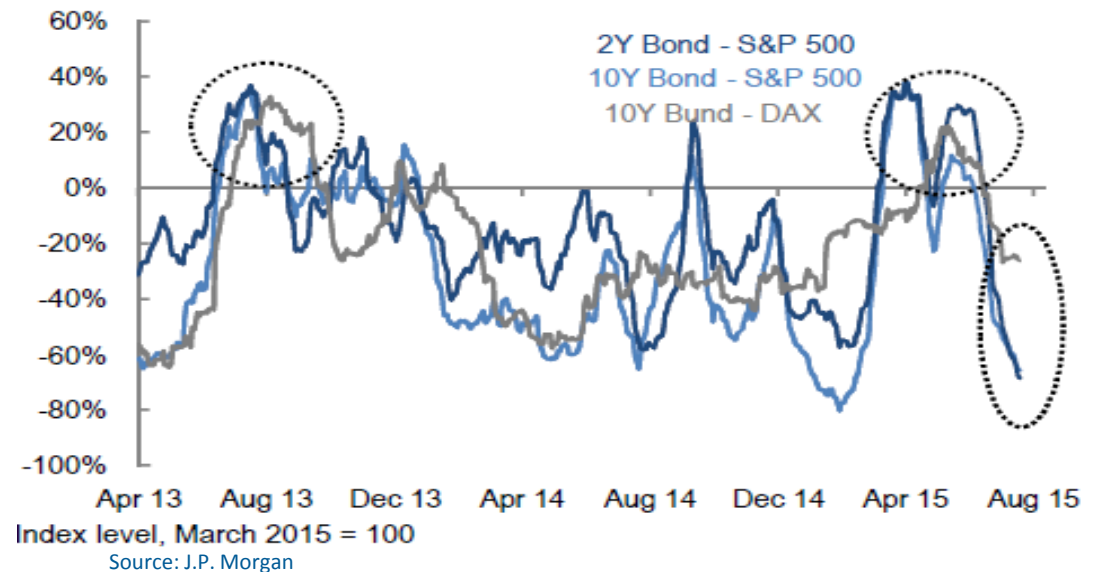
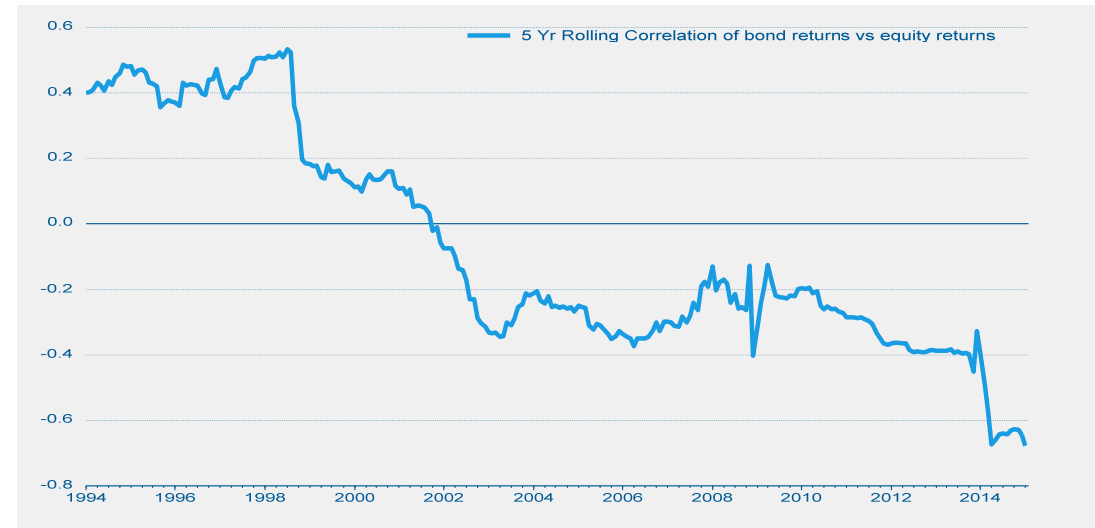
Aberdeen Investment Solutions Aout 2015

# Les obligations d'Etat, un actif sans risque ?

## Une protection amoindrie

- Les obligations d'Etat ne sont plus en mesure de protéger les portefeuilles en cas de baisse des actifs risqués comme par le passé
  - Les niveaux de taux sont trop bas
  - La corrélation avec les actions pourrait se retourner
- Cette moindre protection au niveau des obligations n'incite pas les investisseurs à prendre du risque dans les portefeuilles
- Certains investisseurs adoptent une approche plus tactique (gestion de la durée à court terme) que stratégique pour protéger leur portefeuille
  - Coûteuse à long terme si les taux ne remontent pas significativement
  - Ne remplace pas la réflexion stratégique

Correlations obligations - actions



# Les obligations d'Etat, un actif sans risque ?

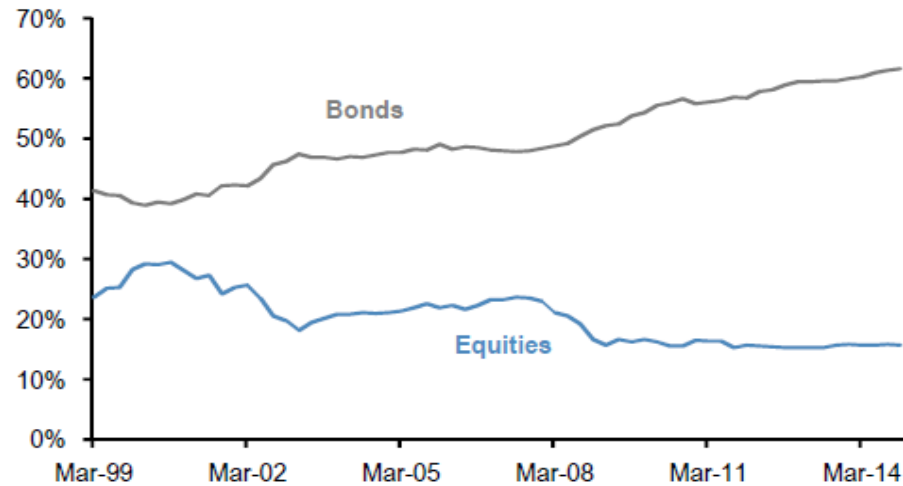
## Une part obligataire croissante chez les assureurs et fonds de pension

- De nombreux fonds de pension et compagnies d'assurance adoptent une stratégie de “de-risking” consistant à accroître la part des obligations dans une optique d'adossement actif-passif
- La part des obligations chez les assureurs et les fonds de pension européens s'est accrue significativement au cours des dernières années au détriment des actions
- Cette tendance est pour le moins surprenante étant donné l'évolution des taux
- Etant donné le profil de risque actuel des obligations, ne doit-on pas réduire la part des obligations tout en prenant du risque dans un cadre contrôlé ?

### Evolution de l'allocation actions/obligations des Cies d'assurance et des fonds de pension

#### Zone Euro

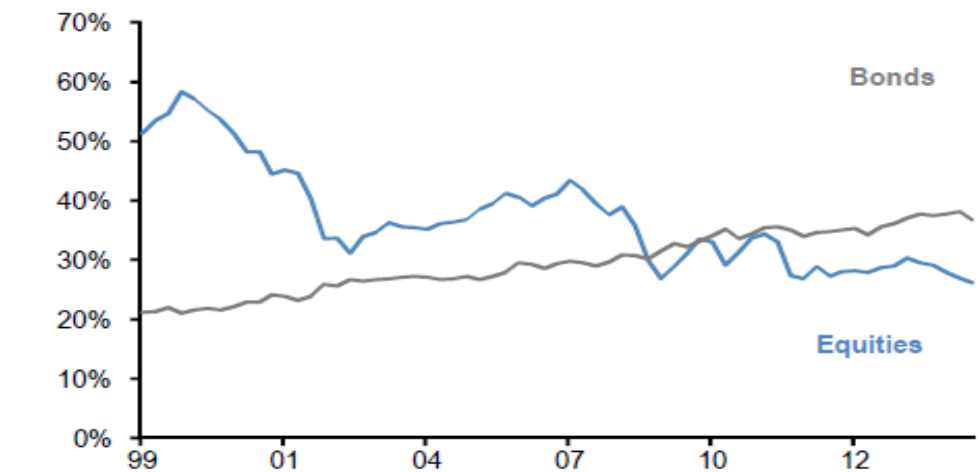
Percentage of assets, including both public and private defined benefit and defined contribution plans as well as insurance companies



Source: Euro area Financial Accounts, J.P. Morgan

#### Royaume-Uni

Percentage of assets, including both public and private defined benefit and defined contribution plans as well as insurance companies



Source: UK Financial Accounts, J.P. Morgan

# Stratégies de substitution pour protéger les portefeuilles

## Diversification des actifs mais surtout des risques

---

- La diversification des actifs est souvent la première étape pour rendre un portefeuille plus robuste face aux aléas de marché
  - La diversification des actifs doit se faire dans le cadre d'une analyse des facteurs de risque du portefeuille
  - Certains actifs d'une même classe a priori peu corrélés entre eux vont renforcer l'exposition au risque d'une autre classe d'actif (obligations high yield, émergentes...etc)
  - L'illiquidité de certains actifs (immobilier direct, private equity...etc) peuvent donner l'illusion d'une bonne diversification du fait de leur valorisation peu fréquente et plus aléatoire
  - Les corrélations entre actifs ne sont pas stables et augmentent entre les actifs risqués dans les périodes de forte volatilité
- Les stratégies de "risk parity", très à la mode ces dernières années et cherchant à mieux équilibrer les risques sous-jacents d'un portefeuille, ne sont plus forcément adéquates en raison de la large part allouée aux obligations
- Le contrôle du risque du portefeuille par l'identification de ses facteurs de risque est probablement la meilleure façon d'appréhender les risques sous-jacents et de construire un portefeuille robuste
- Cette approche est cependant plus complexe à mettre en oeuvre

# Stratégies de substitution pour protéger les portefeuilles

## Une gestion dynamique du risque

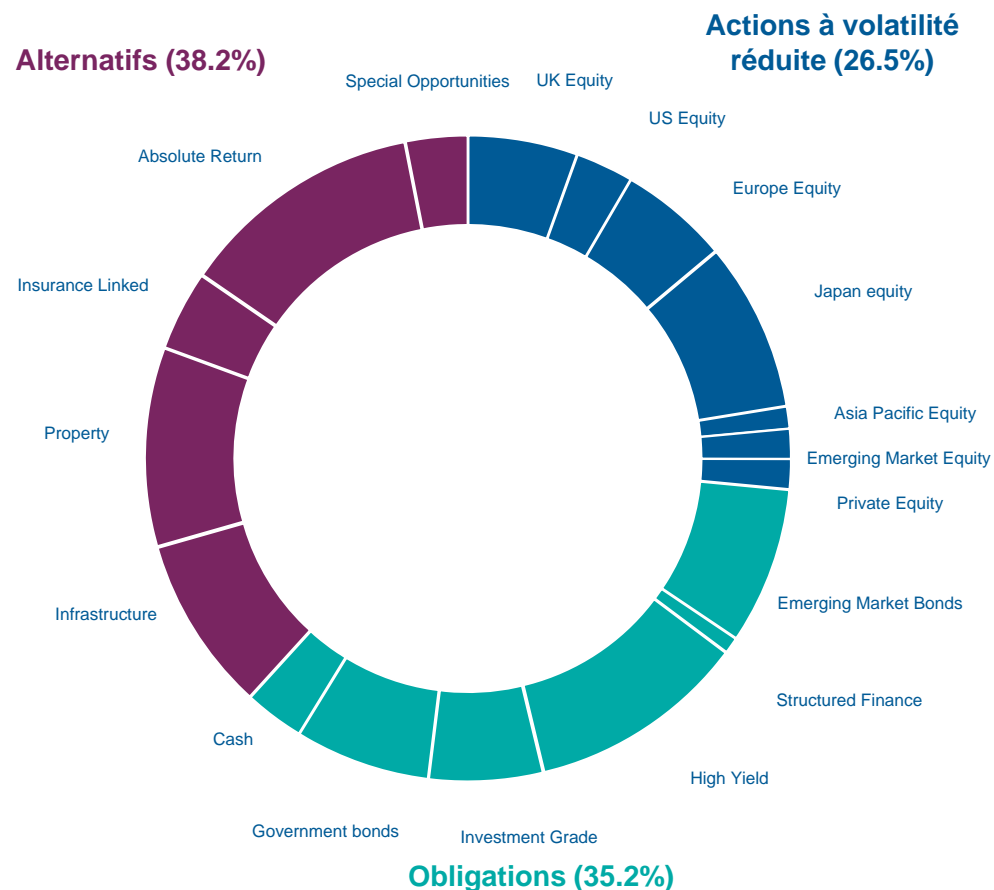
---

- La mise en place de techniques de gestion dynamique du risque global du portefeuille permet de palier à l'absence d'un actif défensif dans les portefeuilles et aux limites de la diversification
  - Elle doit aussi encourager la prise de risque contrôlée
- L'utilisation de stratégies optionnelles est largement répandue mais n'a pas vocation à être une position structurelle dans les portefeuilles du fait de son coût parfois élevé
- Une technique de protection des portefeuilles consiste à définir des limites de risque sur le portefeuille et d'ajuster l'allocation d'actifs lorsque ces limites sont atteintes
  - Limite définie au niveau des actions: "volatility controlled equity"
  - Limite définie au niveau du portefeuille: max volatilité, VAR, drawdown
  - Techniques plus souples que les garanties formelles car elles permettent de ré-allouer du risque lorsque les conditions de marché s'améliorent
- Utilisation de stratégies défensives en cas de baisse des actifs risqués
  - Stratégie de volatilité, stratégies alternatives,...etc



# Exemple de portefeuille avec un objectif de rendement absolu

## Une large diversification avec une allocation minimale aux obligations d'Etat



Source: Aberdeen Asset Management

- Le portefeuille a un objectif de rendement de Libor +4.5% avec une volatilité inférieure à 10%
- La part des obligations d'Etat est inférieure à 10%
- La part du portefeuille investie sur des actifs délivrant des revenus attractifs avec des profils diversifiés (High yield, bank loans, dette émergente Infrastructure, immobilier) est supérieure à 40%
- Diversification sur des actifs à risque contrôlé (actions à volatilité réduite, gestion absolute return) afin de limiter la volatilité du portefeuille

# Réservé aux investisseurs professionnels.

Non destiné aux investisseurs privés

---

La valeur des actions et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur des actions et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter. L'investisseur peut recevoir lors du rachat de ses actions un montant inférieur à celui initialement investi.

Les informations que contient cette présentation sont à destination exclusive des investisseurs professionnels, comprenant les intermédiaires financiers réglementés tels que les banques et courtiers (ainsi que leurs clients ayant signé des accords de gestion d'actifs discrétionnaires), les compagnies d'assurance réglementées, les gouvernements ou autorités publiques, les trésoriers d'entreprises et conseillers financiers (non destinés aux particuliers). Ces informations sont destinées exclusivement aux personnes ayant reçu ce document expressément d'Aberdeen Asset Management (AAM) et ne doivent pas être utilisées par des personnes recevant une copie de ce document par une source ne provenant pas d'AAM directement. Aucune partie de ce document ne doit être copiée ou dupliquée sous quelque forme que ce soit, ou par aucun moyen, ni redistribuée sans le consentement écrit d'AAM.

Les investisseurs doivent comprendre que les performances passées ne préjugent pas des performances actuelles ou futures. Les données de performance sont brutes des frais d'entrée et de sortie. La valeur des actions et les revenus qui en découlent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter. L'investisseur peut recevoir lors du rachat de ses actions un montant inférieur à celui initialement investi. Les opinions exprimées dans cette présentation ne doivent pas être interprétées comme des recommandations de construction de portefeuille, d'achat, de conservation ou de vente d'un investissement spécifique.

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.