

## OPINION D'EXPERT

# EST-IL TEMPS DE SE COUVRIR ?



Alors que la Réserve fédérale américaine remonte progressivement les taux d'intérêt dans le contexte d'une économie en fin de cycle, certaines stratégies alternatives peuvent permettre une diversification des portefeuilles, explique Philippe Ferreira, Stratégiste senior chez Lyxor.



Philippe Ferreira

Stratégiste senior multi-actifs

## EN BREF

- Aujourd'hui dans sa dixième année, le cycle économique aux États-Unis est en passe de devenir le plus long jamais enregistré, ce qui accroît les probabilités d'une récession à moyen terme.
- Les investissements alternatifs, et en particulier les stratégies long/short, ont de tout temps apporté une bonne diversification durant les phases les plus avancées du cycle, caractérisées par une certaine volatilité.
- Un mix de stratégies permettant de diversifier les portefeuilles, tout en affichant un bêta modéré, semble être la solution la plus appropriée.

Les risques s'intensifient dans l'ensemble des classes d'actifs. Si les marchés affichent depuis des années des valorisations élevées, avec le resserrement progressif de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine à un stade très avancé du cycle conjoncturel, les probabilités d'une récession prochaine sont de plus en plus grandes. Et ce dans un contexte de montée des tensions géopolitiques – allant du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine au regain d'incertitudes dans la zone euro, en passant par les frictions au Moyen-Orient.

On peut donc raisonnablement penser que les risques liés à l'investissement sont plus nombreux que les opportunités. Une croissance étonnamment élevée des salaires avait déjà ébranlé les cours des actions au cours des premiers mois de 2018, attisant les craintes de pressions inflationnistes qui conduiraient à des relèvements de taux plus précoces que prévu. Une récession aux États-Unis déclencherait sans aucun doute une correction majeure des cours des actifs – le drawdown maximum moyen de l'indice S&P 500 autour des phases de récession se situe à environ 35%.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Drawdown maximum moyen de l'indice S&P 500 au cours des périodes de récession aux États-Unis (tel que défini par le NBER) depuis 1980.

Comment alors protéger ses portefeuilles de ces risques de fin de cycle ? Historiquement, les investisseurs qui souhaitent protéger leurs portefeuilles augmentent leurs allocations aux obligations. Mais la cherté actuelle des obligations – et la faiblesse de leurs rendements – excluent cette option. La recherche de classes d'actifs qui performant correctement en fin de cycle poussera les investisseurs à se tourner vers les actifs alternatifs, et notamment les stratégies long/short, qui ont souvent permis d'obtenir une plus grande diversification lorsque les actifs risqués sont sous pression. Cela peut expliquer en partie pourquoi les fonds de pension et autres institutions ont investi de tels montants dans les stratégies long/short ces dix dernières années.<sup>2</sup>

Mais toutes les stratégies long/short ne se ressemblent pas. Les types de stratégies d'investissement qu'elles comprennent peuvent être très variés et présenter des corrélations diverses au marché des actions. Si certaines, comme l'Equity Market Neutral et la Relative Value Arbitrage, ont porté leurs fruits à la fin des cycles d'expansion précédents, ce ne fut pas le cas pour d'autres.

## DES ACTIFS ADAPTÉS AUX CYCLES ARRIVANT À MATURITÉ

Actuellement dans sa dixième année, l'expansion économique aux États-Unis est en passe de devenir la plus longue jamais enregistrée depuis que le Bureau national de la recherche économique (NBER) étudie les cycles économiques, soit depuis 1850. Entamée en juin

2009 dans le sillage de la crise financière, une période d'une telle longévité accroît la probabilité d'une récession imminente aux États-Unis. Le récent aplatissement de la courbe des bons du Trésor signale également une plus forte probabilité de récession à moyen terme.

Quelles sont donc les options qui s'offrent aux investisseurs ? En étudiant le prix des actifs ajustés de la volatilité en amont des récessions aux États-Unis depuis le début des années 1970, nous observons que les matières premières, et plus généralement les actifs liés à l'inflation, ont tendance à bien se comporter en fin de cycle. C'est également le cas de l'obligataire et du crédit, même si l'environnement est aujourd'hui plus difficile. Nous estimons que les rendements obligataires à 10 ans aux États-Unis et en Allemagne sont à peu près de 300 points de base (pb) inférieurs aux niveaux moyens qui précédaient les trois dernières récessions, ce qui indique que les marchés sont onéreux.

Les stratégies long/short ont du reste dégagé des rendements relativement séduisants depuis le début des années 2000. Bien que la disponibilité de données ne nous permette pas de remonter plus loin dans le temps, on notera tout de même qu'au cours des 12 mois ayant précédé la récession de 2008, les stratégies long/short ont fourni les rendements ajustés du risque les plus attrayants parmi les classes d'actifs que nous surveillons.

### Performance ajustée des risques au cours des 12 mois précédant une récession américaine

Label	Récession de Nov. 1973	Récession de Jan. 1980	Récession de Juil. 1981	Récession de Juil. 1990	Récession de Mars 2001	Récession de Déc. 2007
Matières premières	2.2	1.9	-0.7	1.1	0.9	0.9
Métaux précieux		4.2	-1.5	-0.2	-0.5	1.2
Actions américaines	-0.3	1.0	1.2	1.0	-0.6	0.8
Bons du Trésor américain		0.9	-0.2	1.3	5.0	2.0
Crédit américain		-0.2	-0.9	1.5	3.3	1.1
Obligations indexées sur l'inflation					5.4	1.2
Stratégies long/short					-0.2	2.2

Rapport performance/volatilité, au cours des douze mois ayant précédé la récession<sup>3</sup>

*Les statistiques de performance correspondent à des périodes passées et ne constituent pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Ceci vaut également pour les données de marché historiques.*

<sup>2</sup> D'après l'enquête Global Alternatives réalisée par Willis Towers Watson, les actifs des fonds de pension gérés par les dix plus grands gestionnaires de hedge funds ont augmenté de près de 10% par an entre 2011 et 2016, pour atteindre 187,5 milliards USD en 2016.

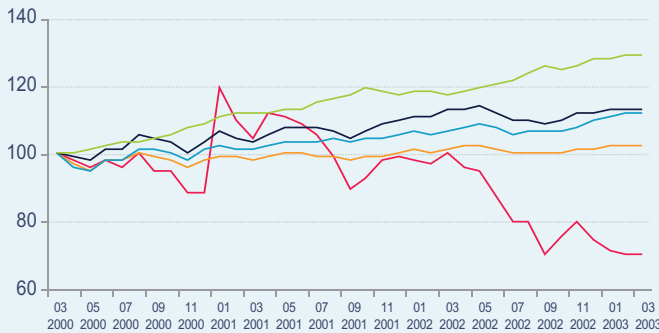
<sup>3</sup> Sources : MSCI, S&P, Bloomberg, HFR, Macrobond, Lyxor AM. Les matières premières sont représentées par l'indice S&P GSCI Total Return, les métaux précieux par l'indice GSCI Precious Metals, les actions américaines par l'indice MSCI USA Net Total Return, les bons du Trésor américain par l'indice Bloomberg Barclays US Treasury Total Return, le crédit américain par l'indice Bloomberg Barclays US Corporate Total Return, les obligations indexées sur l'inflation par l'indice Bloomberg Barclays Global Inflation Linked Total Return Hedged USD, les stratégies long/short par l'indice HFRI Fund of Funds Composite. Les indices ne sont pas gérés et ne comprennent pas les commissions, dépenses et autres frais de transaction. Toute comparaison de performance avec un indice comporte des restrictions importantes. Les références à un indice n'impliquent pas que la classe d'actifs sous-jacente vise à réaliser des rendements ou à afficher une volatilité ou des résultats similaires à ceux de cet indice

Durant les quatre dernières grandes corrections – dont deux sont intervenues pendant des récessions – les indices de référence des stratégies long/short ont concédé moins de terrain que les actions (voir graphiques). Mais toutes les stratégies long/short ne se ressemblent pas. Les stratégies de suivi de tendances (à savoir les Commodity Trading Advisors - CTA - ou autrement appelés Managed Futures) ne performant pas comme les stratégies

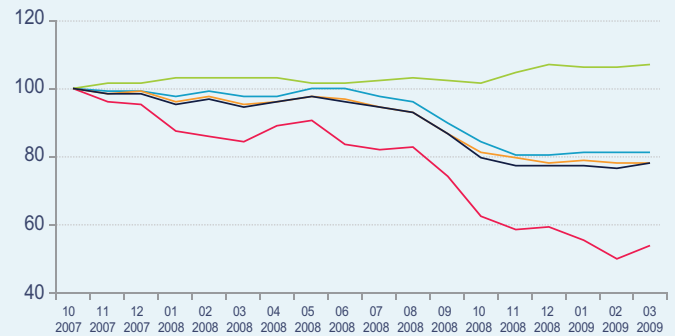
Long/Short Equity (L/S), par exemple. Une analyse plus poussée nous livre des points de vue intéressants. Les stratégies CTA, Merger Arbitrage et Equity Market Neutral sont faiblement corrélées aux actions sur le long terme, ce qui leur a permis d'être relativement préservées lors des grandes corrections du marché des actions.

### Performance des indices long/short au cours de quatre grandes corrections :

Période: Mars 00 - Mars 03

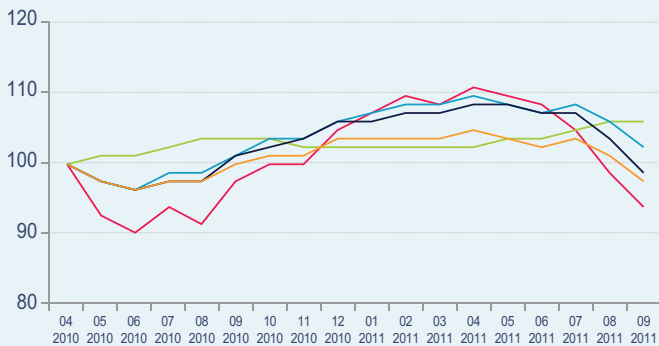


Période: Oct 07 - Mars 09

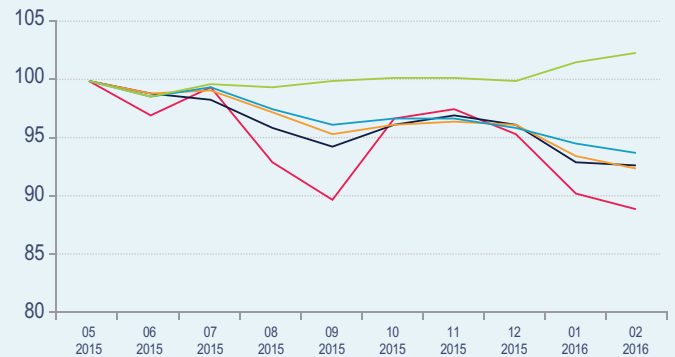


◆ Actions mondiales     ◆ HFRI Fund of Funds Composite Index     ◆ Credit Suisse Hedge Fund Index  
◆ Barclays Hedge Fund Index     ◆ Obligations mondiales

Période: Avr 10 - Oct 11



Période: Mai 15 - Fév 16



Les statistiques de performance correspondent à des périodes passées et ne constituent pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Ceci vaut également pour les données de marché historiques.

Source : Macrobond. Les actions mondiales sont représentées par l'indice MSCI World Total Return Hedged USD. Les obligations mondiales sont représentées par l'indice Barclays Global Aggregate Bond Index Total Return Hedged USD.



## DIVERSIFIER LES PORTEFEUILLES

Il est impossible de prévoir la date de la prochaine récession. Il existe une faible probabilité que l'inflation se révèle plus basse que redouté, en raison de facteurs démographiques. Le cas échéant, les banques centrales interrompraient le durcissement de leur politique monétaire plus tôt que prévu et le rebond des actifs risqués pourrait se poursuivre. Mais la recherche académique<sup>4</sup> suggère que la courbe de Phillips – qui décrit la relation inverse entre emploi et inflation – fonctionne bien. Des marchés de l'emploi tendus impliquent donc à terme des salaires en hausse et un resserrement monétaire supplémentaire qui se poursuit.

Même si c'était le cas, il est sans doute trop tôt pour envisager les scénarios les plus défavorables, qui justifieraient de passer à des stratégies d'atténuation des risques pour se protéger contre un retournement violent

des marchés. Pour l'heure un mix de stratégies permettant de diversifier les portefeuilles, tout en affichant un bêta modéré, semble être une solution plus appropriée. Alors que le resserrement monétaire et la réforme fiscale aux États-Unis sont sources d'une plus forte dispersion des rendements des actions au niveau mondial, les stratégies telles que le L/S equity et l'Event Driven nous paraissent intéressantes. Tandis que le Fixed Income Arbitrage permettra de diversifier les portefeuilles des investisseurs obligataires long-only.

Avec la montée des risques, une analyse minutieuse des stratégies et fonds long/short montrera aux investisseurs comment protéger leurs portefeuilles. Mais il ne faut pas se fier uniquement aux indices long/short, car une classe d'actifs aussi éclectique requiert une approche sélective.

<sup>4</sup> Mojon B. and Ragot X. (2018), The Labor Supply of Baby-Boomers and Low-inflation. Sciences Po Ofce Working Paper N° 09, 2018/01

---

## AVERTISSEMENT

Ce document et son contenu ne peuvent être reproduits ou transmis à des tiers sans l'autorisation expresse écrite de Lyxor Asset Management (" Lyxor AM "). Ce document a été préparé à des fins d'information uniquement et ne saurait être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle en vue d'acheter ou de vendre des actions ou parts de fonds Lyxor, ou tout autre titre ou instrument financier, ou de participer directement ou indirectement à une quelconque stratégie d'investissement. Il s'adresse exclusivement aux bénéficiaires directement désignés par Lyxor AM. Ces derniers ne seront pas considérés comme des clients de Lyxor AM en raison du fait qu'ils se sont vu remettre le présent document. Ce document reflète les vues et opinions des auteurs à la date qui y est indiquée et ne traduit en aucun cas la position et les conseils officiels des auteurs ou de Lyxor AM. Par conséquent, il n'engage nullement la responsabilité de Lyxor AM ou de l'un quelconque de ses dirigeants ou employés. Les marques et services cités dans les présentes sont la propriété exclusive de SG et ses affiliés, selon le cas. Les marques et services cités dans les présentes sont la propriété exclusive de Lyxor AM et ses affiliés, selon le cas.



**LYXOR**  
Asset Management

GROUPE SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

Lyxor Asset Management - Tours Société Générale  
17 Cours Valmy - 92987 Paris La Défense Cedex - France  
[www.lyxor.com](http://www.lyxor.com) - [solutions@lyxor.com](mailto:solutions@lyxor.com)