

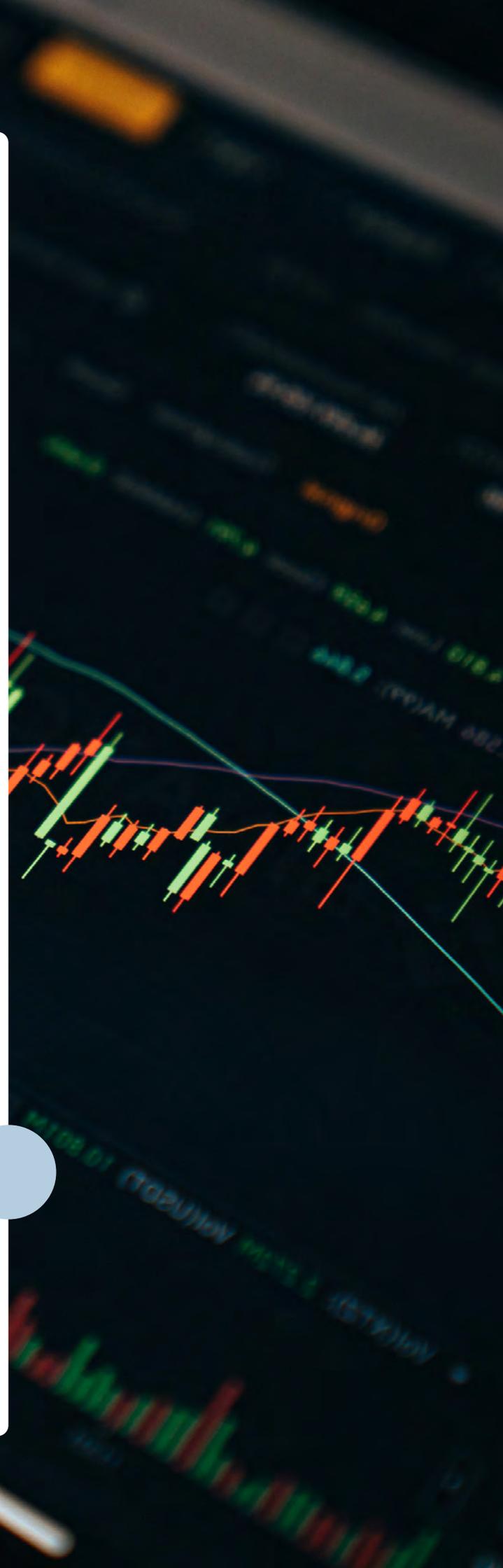
# Stratégies alternatives

Le 40/30/30 est-il  
le nouveau 60/40 ?



**JANVIER 2024**

Communication publicitaire



# À propos de l'auteur.

## Johann Mauchand

Senior Systematic Fund Manager



Johann Mauchand est Systematic Fund Manager chez Candriam depuis 2013.

Il a débuté sa carrière en tant qu'analyste d'arbitrage statistique chez HSBC en 2005 et a rejoint Candriam un an plus tard en tant qu'analyste quantitatif en gestion alternative. Il a pris ses fonctions actuelles en 2013.

Il est titulaire d'un master de recherche en mathématiques de l'Université de Dijon et d'un master professionnel en ingénierie financière de l'Université d'Evry, en France.

# Table des matières.

<b>Résumé</b>	<b>04</b>	<b>2. Quel portefeuille pour 2024 ?</b>	<b>18</b>
<b>Introduction</b>	<b>06</b>	Scénario 1 : une phase d'expansion prolongée	20
<b>Diversification : Le point de vue de Markowitz</b>	<b>08</b>	Scénario 2 : un pic suivi d'une récession	22
<b>1. Pertinence des stratégies alternatives</b>	<b>10</b>	<b>3. Construction d'une poche alternative résiliente</b>	<b>24</b>
Une optimisation sans contrainte suggère la suprématie des stratégies alternatives	10	Définition du cadre	24
Une allocation plus diversifiée (et plus réaliste)	12	Performance du portefeuille 40/30/30	26
Après la crise financière mondiale : Le 60/40 est roi	14	<b>Remarques finales</b>	<b>29</b>
		<b>Risques</b>	<b>30</b>
		<b>Annexe : Description des indices</b>	<b>30</b>

# Résumé.

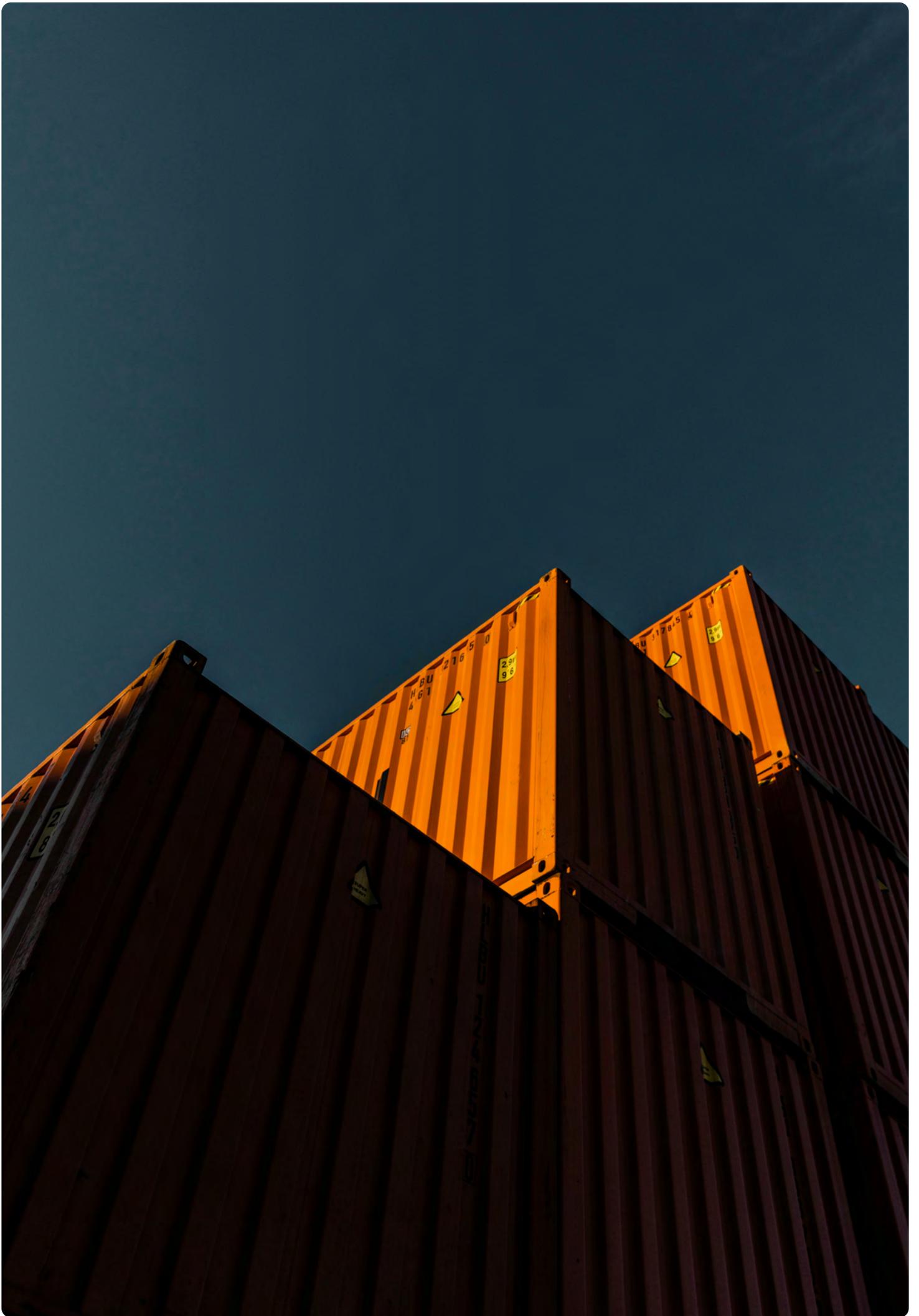
## Résumé.

2022 a été une année charnière pour la politique monétaire, les banques centrales ayant changé de priorité, passant du soutien à la croissance à la maîtrise de l'inflation. En conséquence, les marchés ont chuté dans un contexte de corrélation élevée entre les classes d'actifs, remettant potentiellement en question l'attrait respectif des actions et des obligations. En outre, les stratégies alternatives tendent à bénéficier de manière structurelle d'un contexte de taux élevés. **Est-il temps de revisiter le portefeuille traditionnel 60/40 ?**

Dans ce document, nous effectuons une série d'optimisations moyenne-variance sur différentes périodes et en mettant en œuvre différentes contraintes. Nous montrons que **l'introduction de stratégies alternatives** (CTA, Event-driven, Equity Market Neutral, fonds de hedge funds) **tend à améliorer le profil rendement/risque d'un portefeuille actions/obligations 60/40.**

Quelle combinaison de stratégies alternatives les investisseurs devraient-ils privilégier dans le contexte actuel ? Nos recherches antérieures ont montré que les stratégies CTA se comportent différemment selon les phases du cycle économique. Nous explorons ici deux scénarios économiques potentiels (phase d'expansion et phase de pic et de récession) et trouvons les combinaisons de stratégies alternatives offrant le profil de rendement/risque le plus attractif dans chacune de ces phases.

Sur cette base, nous montrons que **l'introduction de 30% de stratégies alternatives**, avec une combinaison qui varie en fonction du régime économique, **tend à améliorer le profil de rendement/risque du portefeuille 60/40 à la fois sur les métriques de rendement et de risque.** Nous pensons que cette proposition peut constituer une option intéressante pour les investisseurs dans l'environnement actuel.



# Intro-

# Introduction.



**L'information n'est pas la connaissance. La seule source de connaissance est l'expérience.**

**- Albert Einstein**

L'année 2022 a marqué la fin d'une époque, mettant un terme au soutien continu des banques centrales aux marchés financiers depuis la grande crise financière - du moins sous cette forme. Les banques centrales ont clairement recentré leur attention sur leur objectif principal : la maîtrise de l'inflation - objectif principal voire unique dans le cas de la Banque centrale européenne -, et ont procédé à des hausses agressives des taux d'intérêt jusqu'à des niveaux inégalés depuis longtemps. Alors que les marchés d'actions et d'obligations subissaient de fortes baisses dans des niveaux de corrélation rarement atteints par le passé, de nombreux investisseurs ont commencé à se demander si ce nouvel environnement de risque signifiait la fin du portefeuille traditionnel 60/40. Heureusement, en 2023, les marchés boursiers ont fait preuve d'une certaine résilience, les banques centrales étant parvenues à ralentir l'inflation et à assurer un atterrissage en douceur de l'économie.

Un environnement durable de taux élevés soulève généralement une problématique classique pour les allocataires d'actifs : Quel est le degré d'attractivité des actions par rapport aux obligations ? En d'autres termes, dans quelle mesure le risque actions est-il rémunéré ? En revanche, les stratégies alternatives tendent à bénéficier structurellement d'un tel contexte car elles visent à générer une performance positive au-delà des taux d'intérêt à court terme (ESTER, SOFR...). En effet, la plupart d'entre elles sont des stratégies

"market neutral" ou directionnelles avec effet de levier, avec une faible exposition actions, et sont principalement investies sur les marchés monétaires.

Quoi qu'il en soit, il nous faut reconnaître que le paradigme « Whatever it takes » de l'ère Draghi est révolu. Cette prise de conscience n'est pas facile, car il faut du temps et de la volonté pour se désintoxiquer de plus de dix ans de soutien inconditionnel et de liquidités abondantes – tout comme il faut de la force pour quitter une zone de confort pour le grand inconnu. Les marchés financiers sont entrés dans une nouvelle ère, sur un nouveau chemin d'apprentissage, où les connaissances seront issues de l'expérience. Si nous sommes prêts à remettre en question nos anciennes croyances, le moment est peut-être venu de nous interroger : **Si les temps ont changé et si le 60/40 n'est plus valable, quelle serait une bonne alternative ?**

Dans un document précédent rédigé par notre équipe d'allocation d'actifs (« [A la recherche de l'équilibre](#) »), nous avons souligné que « conserver une allocation statique en actions et obligations domestiques (américaines ou européennes) au cours du temps est sous-optimal. La construction de portefeuille doit absolument prendre en compte l'environnement macroéconomique, le régime d'inflation, l'évolution des taux d'intérêt et les corrélations entre classes d'actifs ». Dans le même esprit, dans notre article « [De la rationalité économique des CTA](#) », nous avons montré qu'en fonction des cycles économiques, les CTA peuvent ajouter de la valeur aux portefeuilles traditionnels à des degrés divers. En substance, les deux documents soulignent le pouvoir de la diversification. Cela nous a amené à étudier ce sujet dans l'univers des stratégies alternatives.

Dans cet article, nous étudions la manière dont la diversification dans des stratégies alternatives peut aider les investisseurs à traverser différentes configurations de marché, en améliorant la performance ainsi que les mesures de risque. Ce faisant, nous tentons d'apporter une réponse à notre question : **Le portefeuille 60/40 est-il mort et enterré ? Nous préférons dire que nous lui avons trouvé une alternative attrayante : le 40/30/30.**



# Diversification : Le point de vue de Markowitz.

//

**Dans le choix d'un portefeuille, les investisseurs doivent rechercher une large diversification. En outre, ils doivent comprendre que les actions – ainsi que les obligations d'entreprise – comportent des risques, et que les marchés fluctuent inévitablement ; leur portefeuille devrait être construit de manière à pouvoir affronter les périodes difficiles comme les périodes fastes.**

**- Harry Markowitz**

La diversification est un principe fondamental et majeur de la gestion d'actifs, largement considéré comme un outil efficace pour faire face aux fluctuations du marché. Elle a longtemps été incarnée dans une forme basique, le portefeuille 60/40 (60 % d'actions et 40 % d'obligations), dont le profil équilibré a offert de nombreux avantages aux investisseurs au cours des cinquante dernières années, voire plus. Mais le modèle 60/40 a également fait l'objet de critiques régulières. Les conditions macroéconomiques ne sont pas constantes mais en évolution permanente – et le changement majeur de politique monétaire que nous avons connu après le dernier pic d'inflation nécessiterait de repenser les modèles d'allocation. **Faut-il réexaminer le classique 60/40 ? Comment pouvons-nous essayer d'améliorer son profil risque-rendement ?** Devrions-nous introduire d'autres actifs ? Dans quelle proportion ?

Les stratégies de hedge funds sont connues pour leurs propriétés de diversification, car elles tendent à afficher une faible corrélation avec les actions et les obligations. Dans nos articles précédents, « [De la rationalité économique des CTA](#) » ou « [CTA : La Chevauchée des Walkyries](#) » nous avons montré que l'ajout de CTA à un portefeuille traditionnel améliore les performances et atténue



**La diversification est votre alliée.**

**- Merton Miller**

les risques de baisse dans toutes les phases du cycle économique - l'impact le plus bénéfique se produisant pendant les récessions, où leurs propriétés de couverture des risques extrêmes jouent un rôle clé.

Dans ce document, nous présenterons les **quatre stratégies principales de hedge funds** : Global Macro, Directional, Event-Driven et Relative Value, respectivement représentées par les indices suivants : Indice BARCCTA (Global Macro et Directional), indice HFRIEDI (Event-Driven), indice HFRIEMNI (Equity Market Neutral, représentant des stratégies de Relative Value). Nous ajouterons l'indice HFRIFOF (fonds de fonds) pour compléter le panel avec des stratégies diversifiées supplémentaires. *Voir l'annexe pour une présentation complète des indices utilisés.*

En ce qui concerne la construction du portefeuille, nous nous appuyerons sur la **Théorie Moderne du Portefeuille**<sup>1</sup> introduite par Markowitz (1927-2023). Cette approche, qui a valu à Markowitz le prix Nobel, est basée sur l'analyse de la moyenne-variance et repose sur l'hypothèse de l'efficience du marché et la rationalité des investisseurs. Il suppose qu'entre deux portefeuilles offrant le même rendement attendu, les investisseurs préfèrent celui qui est le moins risqué.

D'un point de vue mathématique, la construction d'un portefeuille optimal (c'est-à-dire une combinaison pondérée d'actifs avec un rendement attendu cible) consiste à effectuer une optimisation quadratique qui minimise sa variance.

Dans le présent document, le « portefeuille de référence » est un portefeuille composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations<sup>2</sup>. Nous utilisons les stratégies alternatives mentionnées précédemment (Event-Driven, Equity Market Neutral, fonds de hedge funds, Global Macro et Directional), ainsi que le modèle de construction de portefeuille à moyenne-variance de Markowitz. Nous présentons les performances sous la forme de rendements ajustés des taux des Fed Funds<sup>3</sup>. Enfin, nous utilisons des données sur longue période, depuis 1990, sauf indication contraire.

1 - [https://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9orie\\_moderne\\_du\\_portefeuille](https://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9orie_moderne_du_portefeuille)

2 - 60% Actions : Indice MSCI World Net Total Return USD, 40 % d'obligations : Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD. Voir l'annexe pour la divulgation complète des indices utilisés.

3 - Source : Bloomberg, indice FDTR

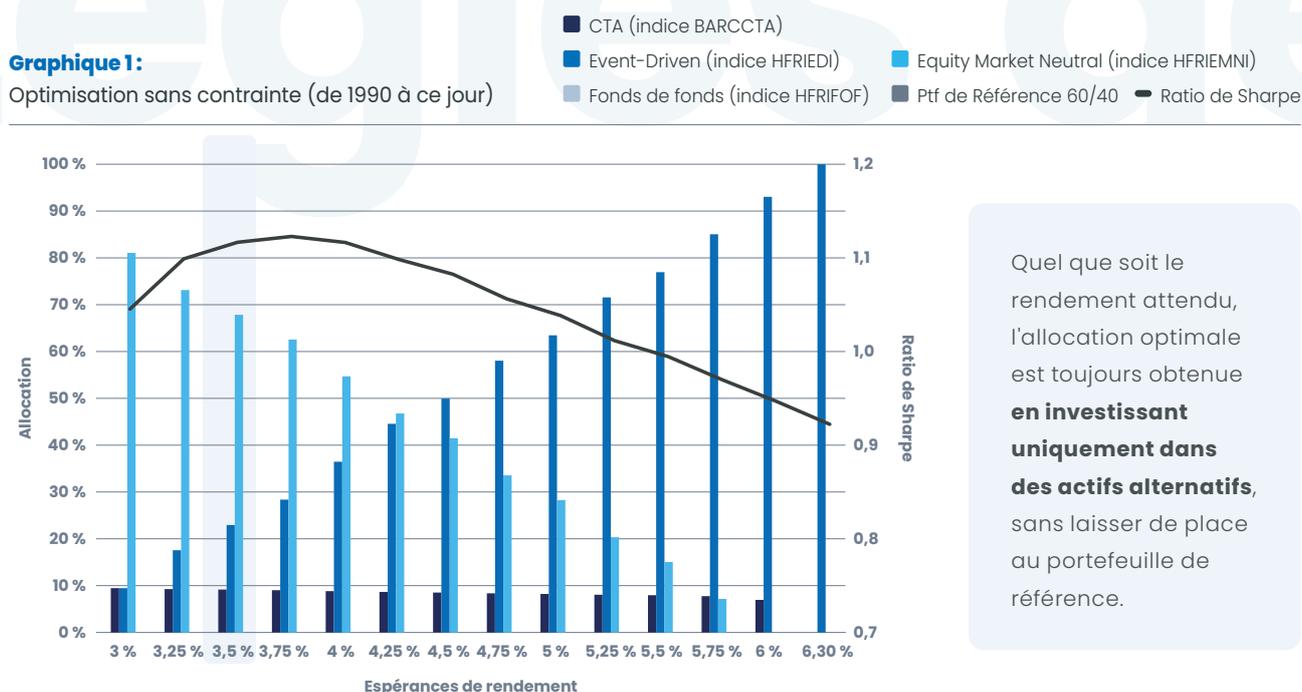
# 1. Pertinence des stratégies alternatives.

## 1.1. Une optimisation sans contrainte suggère la suprématie des stratégies alternatives

En partant d'une position agnostique, nous faisons tourner l'optimisation du portefeuille sans contrainte, de manière à laisser le modèle répartir les actifs sur toutes les classes d'actifs disponibles, et proposer des portefeuilles avec leurs rendements attendus et leurs caractéristiques de risque. Cette première optimisation donne des résultats impressionnants :

**Graphique 1:**

Optimisation sans contrainte (de 1990 à ce jour)



Quel que soit le rendement attendu, l'allocation optimale est toujours obtenue **en investissant uniquement dans des actifs alternatifs**, sans laisser de place au portefeuille de référence.

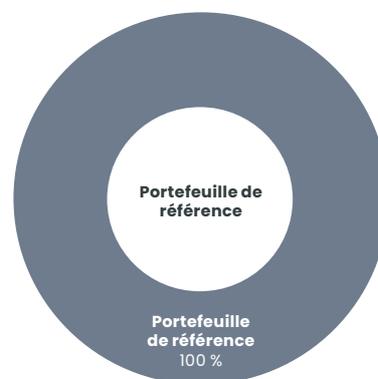
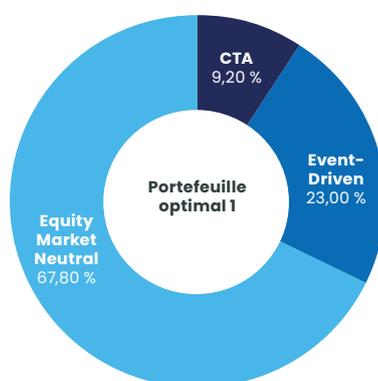
Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

En d'autres termes, une combinaison de stratégies alternatives tend à toujours fournir des rendements attendus plus élevés qu'un portefeuille 60/40. Plus précisément, les combinaisons de stratégies alternatives proposées présentent des allocations allant de [0 à 10 %], [0 à 80 %] et [10 à 100 %] de CTA, d'Equity Market Neutral et d'Event-Driven respectivement.

Si nous essayons d'égaliser le rendement annualisé réalisé par le portefeuille de référence au cours de cette période (3,42 %), le portefeuille optimal correspondant (c'est-à-dire le portefeuille le plus diversifié) offre un ratio de Sharpe bien meilleur (1,12 contre 0,36 pour le portefeuille de référence). Ce portefeuille optimal est composé de 9,2 % de stratégies CTA, 23 % de stratégies Event-Driven et 67,8 % de stratégies Equity Market Neutral. Ses statistiques, présentées dans le tableau suivant, montrent également une volatilité plus faible et une perte maximale réduite.

Statistiques	Portefeuille optimal 1	Portefeuille de référence
Performance annualisée	3,49 %	3,42 %
Volatilité	3,12 %	9,52 %
Ratio de Sharpe	1,12	0,36
Perte maximale	12,61 %	36,93 %



Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

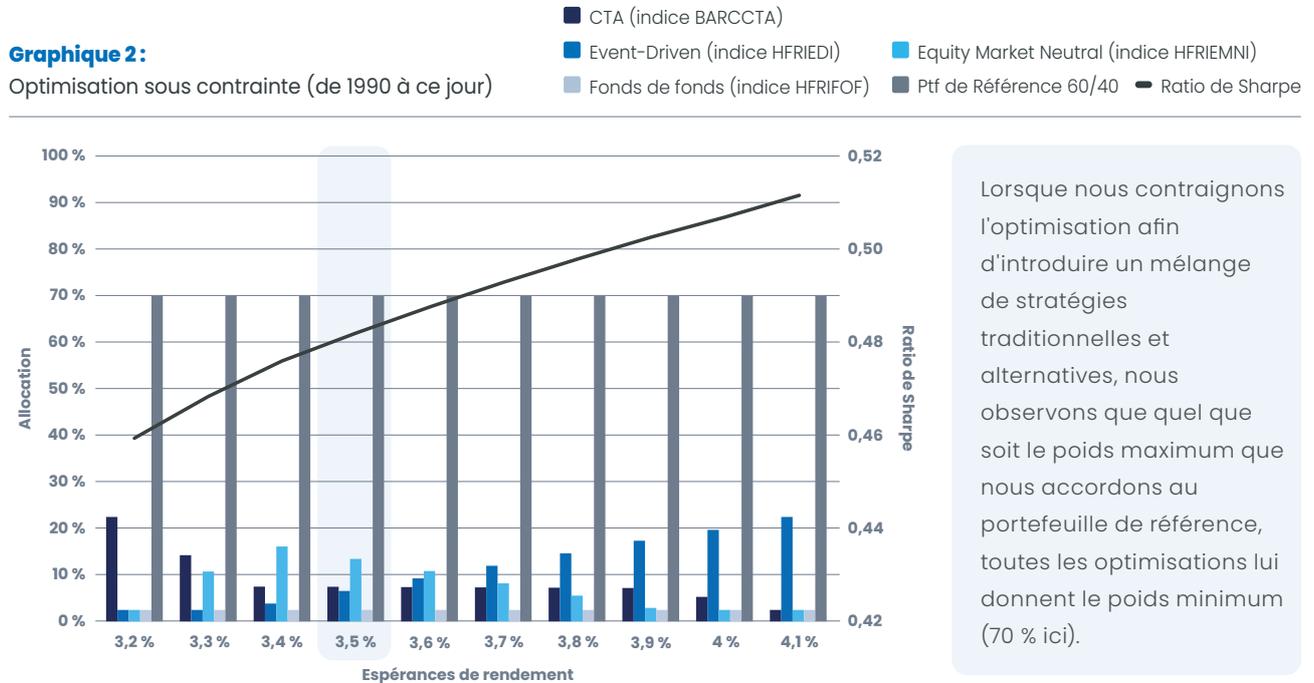
Source : Candriam, simulation, janvier 2024

Aussi attrayants que soient ces résultats, par souci de réalisme nous devrions considérer ce portefeuille 100 % alternatif comme un portefeuille optimal théorique. Toutes les stratégies alternatives ne sont pas répliquables sur le marché dans les mêmes volumes que les classes d'actifs traditionnelles telles que les actions et les obligations. Le profil de gain (P&L) des stratégies alternatives a tendance à se détériorer au-delà d'un certain volume d'actifs sous gestion. Dans ce contexte, essayons maintenant de construire un portefeuille optimal plus réaliste en contraignant le modèle de Markowitz.

# 1.2. Une allocation plus diversifiée (et plus réaliste)

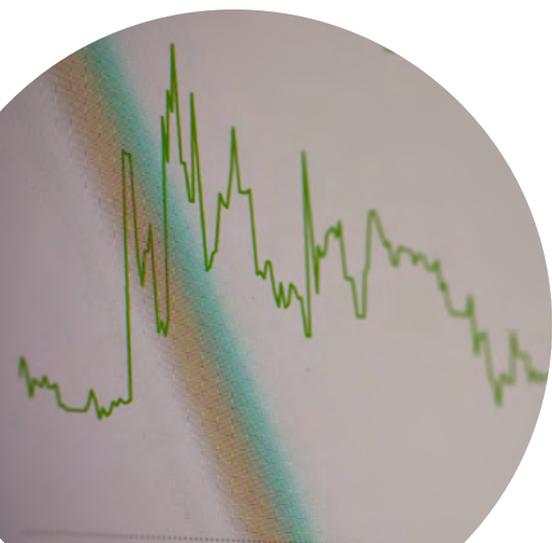
Nous appliquons les contraintes suivantes à l'optimisation :

- le portefeuille de référence aura une pondération comprise entre [70 %, 90 %].
- les stratégies alternatives auront un poids total de 30 %, avec un minimum de 2,5 % pour chaque segment afin d'assurer une diversification suffisante au sein de la poche alternative.

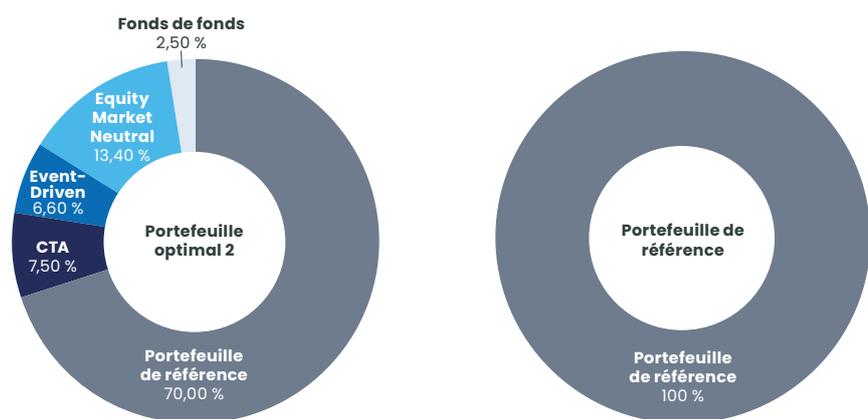


Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024



Statistiques	Portefeuille optimal 2	Portefeuille de référence
Performance annualisée	3,48 %	3,42 %
Volatilité	7,22 %	9,52 %
Ratio de Sharpe	0,48	0,36
Perte maximale	29,57 %	36,93 %



Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

Par ailleurs, si l'on s'intéresse plus particulièrement à la composition du portefeuille optimal correspondant à la performance annualisée générée par le portefeuille de référence, on a l'allocation suivante : 70 % portefeuille de référence, 7,5 % CTA, 6,6 % Event-Driven, 13,4 % Equity Market Neutral et 2,5 % Fonds de fonds. Avec une telle allocation, nous parvenons à améliorer le ratio de Sharpe à 0,48 (contre 0,36 initialement) et à réduire la perte maximale à 29,57 % (contre 36,93 %).

Nous avons fait les calculs et les chiffres indiqués sont ce qu'ils sont : des conclusions mathématiques résultant d'une optimisation. Néanmoins, nos lecteurs pourraient être tentés de remettre en cause ces résultats pour les réconcilier avec leurs connaissances et leurs interprétations de la réalité récente des marchés financiers. En effet, notre perception des marchés a été fortement ébranlée depuis la grande crise financière et le rôle extraordinaire joué par les banques centrales. De ce fait, il semble naturel de se concentrer sur la période postérieure à la crise financière mondiale, entre juillet 2009 et aujourd'hui (juillet 2009 étant considéré par le NBER - National Bureau of Economic Research - comme la fin de la récession).

# 1.3. Après la crise financière mondiale : Le 60/40 est roi

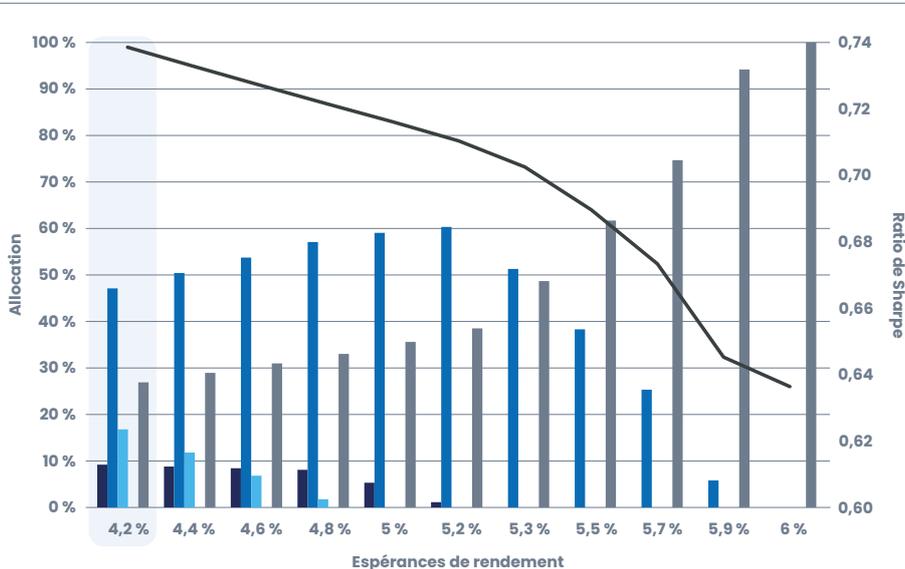
Effectuons le même travail d'optimisation, avec les mêmes actifs sous-jacents, mais en nous concentrant cette fois sur la période comprise entre juillet 2009 et aujourd'hui.

## Optimisation sans contrainte

Le résultat donne du crédit à nos hypothèses : **aucune allocation ne surpasse le portefeuille traditionnel 60/40 dans la période post-GFC** - du moins sur la base de notre sélection de stratégies alternatives. Le nouveau paradigme créé par les banques centrales après la crise financière, et leur « Whatever it takes », a plutôt bien fonctionné jusqu'en 2022. Les investisseurs se souviennent peut-être de la période de la pandémie et de la chute brutale de 30 % de l'indice SPX, qui a été effacée en moins de quatre mois.

**Graphique 3 :** Optimisation sans contrainte (de 2009 à ce jour)

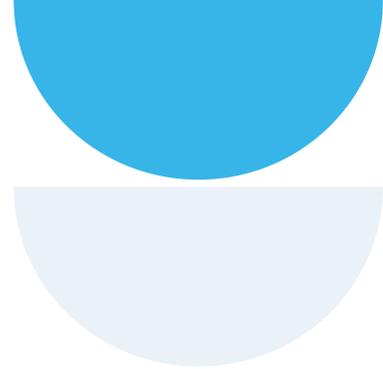
■ CTA (indice BARCCTA)     ■ Event-Driven (indice HFRIEDI)     ■ Equity Market Neutral (indice HFRIEMNI)  
■ Fonds de fonds (indice HFRIFO)     ■ Ptf de Référence 60/40     — Ratio de Sharpe



Après la crise financière mondiale, le 60/40 est roi. Aucune optimisation ne produit des rendements supérieurs au portefeuille de référence.

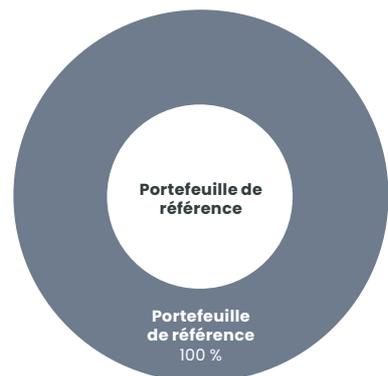
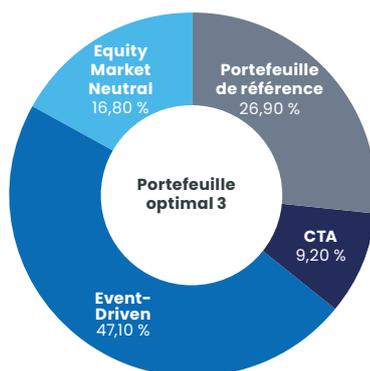
Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024



Néanmoins, nous ne devons pas nous laisser aveugler par les rendements. **Bien que le portefeuille de référence obtienne le rendement le plus élevé, il n'offre pas le meilleur profil de rendement/risque.** Au cours de cette période, le portefeuille qui obtient le ratio de Sharpe le plus élevé (0,74) et la perte maximale la plus faible (11,11 %) a l'allocation suivante : 26,9 % portefeuille de référence, 9,2 % CTA, 47,1 % Event-Driven, 16,8 % Equity Market Neutral.

Statistiques	Portefeuille optimal 3	Portefeuille de référence
Performance annualisée	4,22 %	6,01 %
Volatilité	5,71 %	9,44 %
Ratio de Sharpe	0,74	0,64
Perte maximale	11,11 %	21,73 %



Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

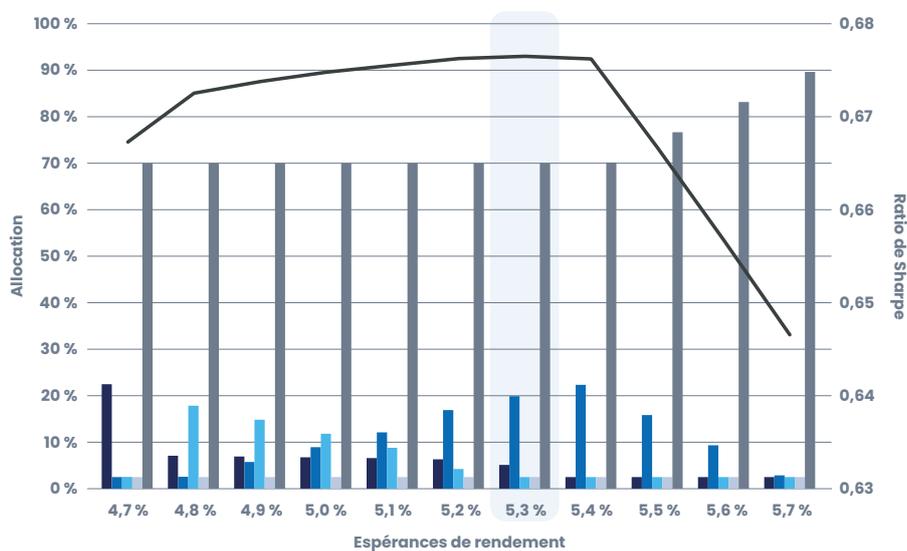
Voyons ce qui se passe maintenant si nous accentuons la diversification et si nous appliquons des contraintes sur l'allocation des stratégies.

## Optimisation sous contrainte

Dans ce cas, les rendements les plus élevés sont générés par une combinaison de 90 % du portefeuille de référence et d'une poche de 10 % équi-pondérée sur les stratégies alternatives (2,5 %).

**Graphique 4 :**  
Optimisation sous contrainte (de 2009 à ce jour)

■ CTA (indice BARCCTA)    ■ Event-Driven (indice HFRIEDI)    ■ Equity Market Neutral (indice HFRIEMNI)  
■ Fonds de fonds (indice HFRIFOF)    ■ Ptf de Référence 60/40    — Ratio de Sharpe



Un portefeuille composé à 90 % du portefeuille de référence et à 10 % d'une poche de stratégies alternatives équi-pondérées obtient le rendement attendu le plus élevé.

Nous constatons que le ratio de Sharpe le plus élevé sur cette période (0,68) est obtenu par un portefeuille composé à 70 % du portefeuille de référence, à 5,1 % de CTA, à 19,9 % d'Event-Driven, à 2,5 % d'Equity Market Neutral et à 2,5 % de Fonds de fonds. Comme le montre le tableau, cette allocation n'améliore que marginalement le ratio de Sharpe ; l'amélioration la plus significative est obtenue sur la réduction de la perte maximale (16,93% au lieu de 21,73%).

### Statistiques

### Portefeuille optimal 4

### Portefeuille de référence

	Portefeuille optimal 4	Portefeuille de référence
<b>Performance annualisée</b>	<b>5,32 %</b>	<b>6,01 %</b>
<b>Volatilité</b>	7,86 %	9,44 %
<b>Ratio de Sharpe</b>	<b>0,68</b>	<b>0,64</b>
<b>Perte maximale</b>	16,93 %	21,73 %

Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024



### Remarques intermédiaires

Après la crise financière, le portefeuille traditionnel 60/40 a enregistré des performances remarquables, un résultat qui ne peut être égalé par l'introduction d'actifs alternatifs diversifiés.

Examinons les faits, et plus particulièrement l'année 2022. Entre reprise brutale de la consommation après la Covid, les perturbations sur les chaînes de production et la crise énergétique liée à l'invasion de l'Ukraine, l'inflation a fait un bond spectaculaire, atteignant des niveaux inégalés depuis 40 ans. Dans ce contexte, les actions et les obligations ont baissé

et le portefeuille 60/40 a enregistré une performance négative de -17,24% (ajustée des taux Fed. Funds), signalant la fin du « Put » des banques centrales. Cela nous rappelle que les politiques économiques et la géopolitique ne doivent pas être négligées et que les décisions d'allocation doivent toujours intégrer une analyse du contexte général et de l'environnement à venir. Maintenant que nous sommes dans un nouveau paradigme et que le 60/40 n'est plus la « seule et unique » solution, quelle allocation devrions-nous privilégier pour 2024 ?

En 2022, les prix des produits de base ont atteint des niveaux record et les chaînes de production ont été perturbées :

#### Prix des métaux industriels

Janvier 2016 = 100



#### Prix du gaz naturel

Janvier 2016 = 100, monnaie locale



#### Délais de livraison

PMI manufacturier mondial

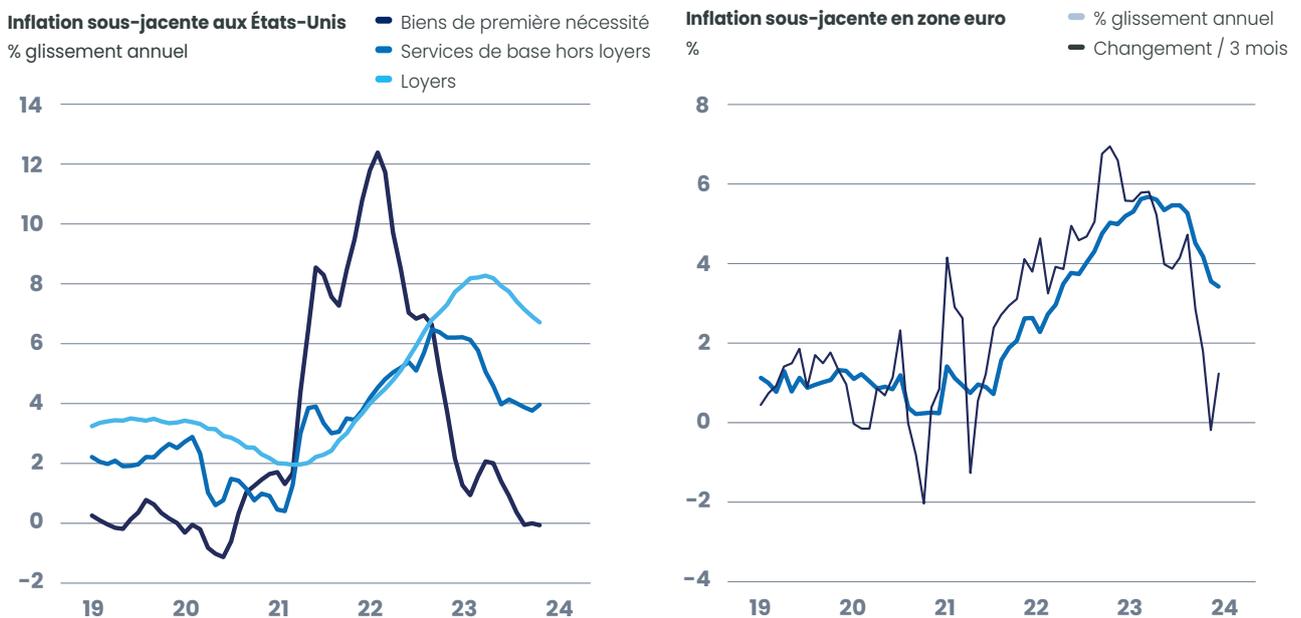


Source : Candriam, Bloomberg

# 2. Quel portefeuille pour 2024 ?

Si les craintes d'un atterrissage brutal suivi d'une récession étaient légitimes il y a un an, les banques centrales ont réussi à refroidir les pressions inflationnistes sans déclencher la récession que les marchés redoutaient. Comme nous le faisons habituellement dans nos recherches, considérons l'économie américaine comme un indicateur avancé de l'économie mondiale. En nous référant aux phases du cycle économique présentées dans notre article « *De la rationalité économique des CTA* », nous estimons que l'économie mondiale se trouve actuellement dans une phase de croissance, et nous pouvons également estimer qu'elle est dans une phase d'expansion.

**Graphique 5 :**  
2023 et la baisse de l'inflation



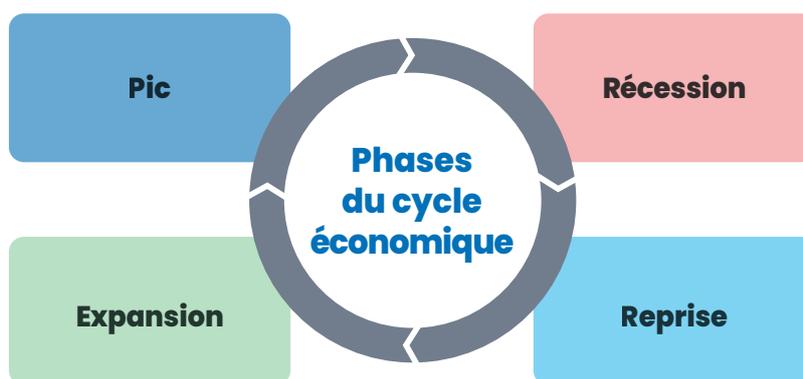
Source : Candriam, Bloomberg



Et maintenant, pour 2024 ? De manière pragmatique, nous voyons deux voies possibles pour l'économie mondiale : **soit 2024 sera une poursuite du cycle d'expansion, soit nous entrerons dans une phase de pic suivie d'une récession.** Du point de vue de l'investisseur, à partir d'un portefeuille traditionnel 60/40, nous utiliserons la Théorie Moderne du Portefeuille pour tenter d'identifier la meilleure allocation en fonction de nos attentes et de l'environnement.

**Graphique 6 :**

Les quatre phases du cycle économique



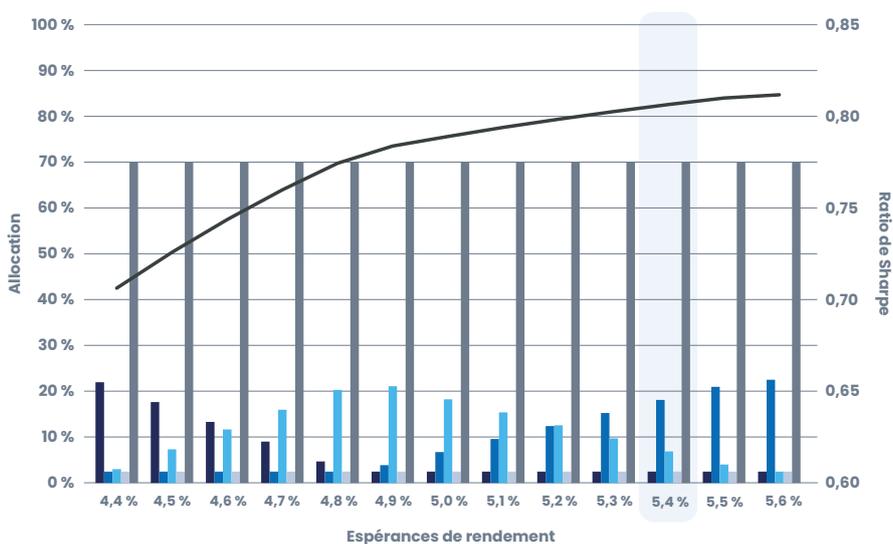
Source : Candriam

## 2.1. Scénario 1 : une phase d'expansion prolongée

En utilisant la même méthodologie que dans « *De la rationalité économique des CTA* », nous concentrons notre analyse sur les mois correspondant aux phases d'expansion entre 1990 et aujourd'hui – soit 262 mois de rendements<sup>4</sup>. Sur la base de ces données, nous réalisons une étude ex post de l'allocation optimale, en limitant les pondérations à [70 %, 90 %] pour le portefeuille de référence et en autorisant jusqu'à 30 % pour les stratégies alternatives, avec un plancher de 2,5 % pour chacune d'entre elles.

**Graphique 7 :**  
Optimisation sous contrainte - Phase d'expansion

■ CTA (indice BARCCTA)    ■ Event-Driven (indice HFRIEDI)    ■ Equity Market Neutral (indice HFRIEMNI)  
 ■ Fonds de fonds (indice HFRIFO)    ■ Ptf de Référence 60/40    ● Ratio de Sharpe



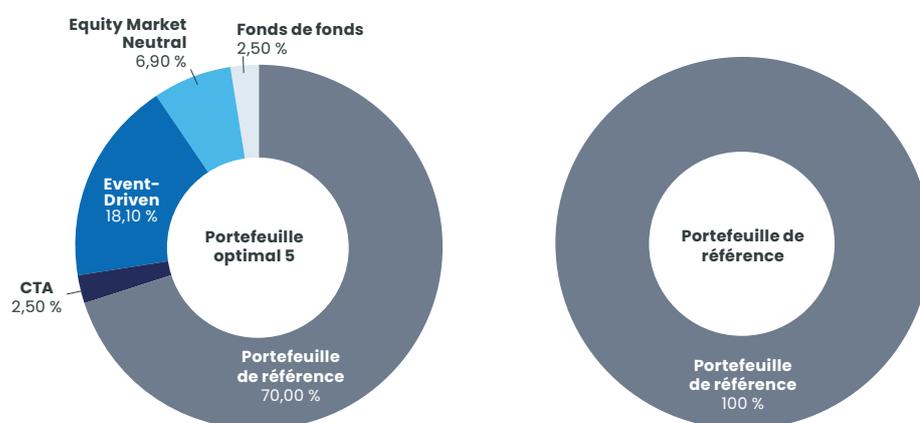
Comme dans nos analyses précédentes, le portefeuille de référence n'est pondéré qu'à 70 %, ce qui est la borne minimale autorisée pour l'optimisation sous contrainte. En d'autres termes, l'assouplissement de cette contrainte, qui autoriserait un poids plus élevé de stratégies alternatives, ne ferait qu'accroître les rendements attendus.

Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

4 - Nous utilisons les rendements au-delà des taux des Fed Funds

Statistiques	Portefeuille optimal 5	Portefeuille de référence
Performance annualisée	5,40 %	5,45 %
Volatilité	6,70 %	8,21 %
Ratio de Sharpe	0,81	0,66
Perte maximale	16,99 %	21,73 %



Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

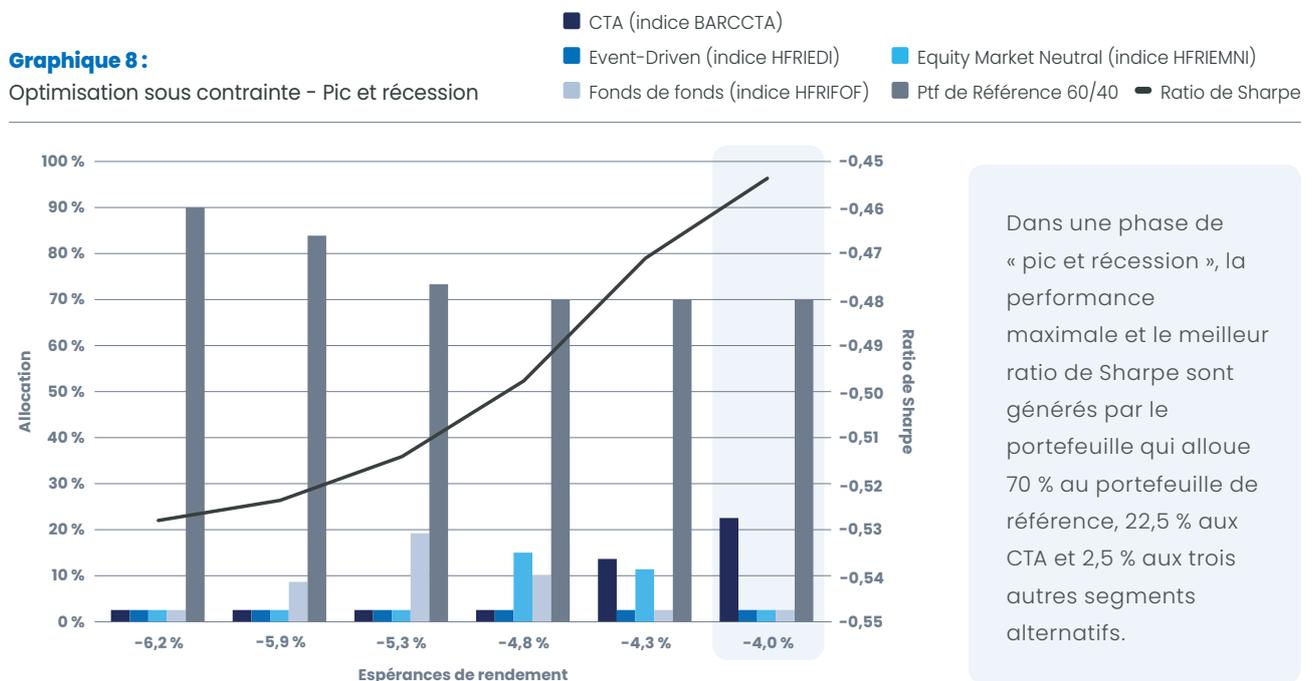
Par ailleurs, en localisant l'allocation qui correspond aux rendements attendus du portefeuille 60/40, nous trouvons la composition suivante : 70 % du portefeuille de référence, 2,5 % de CTA et 2,5 % de fonds de fonds, 18,1 % d'Event-Driven et 6,9 % d'Equity Market Neutral. Ce nouveau portefeuille améliore le ratio de Sharpe de 0,15 et réduit la perte maximale de 21,73 % à 16,99 %.

## 2.2. Scénario 2 : un pic suivi d'une récession

Nous venons de voir que même en phase d'expansion, la diversification d'un portefeuille traditionnel 60/40 par des stratégies alternatives contribue à améliorer son profil rendement/risque, notamment son ratio de Sharpe et sa perte maximale. Comme nous l'avons observé dans notre analyse des environnements de pic et de récession (tels que définis dans notre article « *De la rationalité économique des CTA* »), l'allocation optimale basée sur 75 mois d'historique de périodes de pic et de récession montre cette fois **un basculement significatif vers les stratégies alternatives**, avec une surpondération des CTA et, dans une moindre mesure, des stratégies Equity Market Neutral. Nous pouvons voir ici une autre preuve des propriétés de couverture des risques extrêmes des CTA, désormais bien connues et documentées. La performance maximale est générée par le portefeuille qui alloue 22,5 % aux CTA et 2,5 % aux autres segments alternatifs.

**Graphique 8 :**

Optimisation sous contrainte - Pic et récession

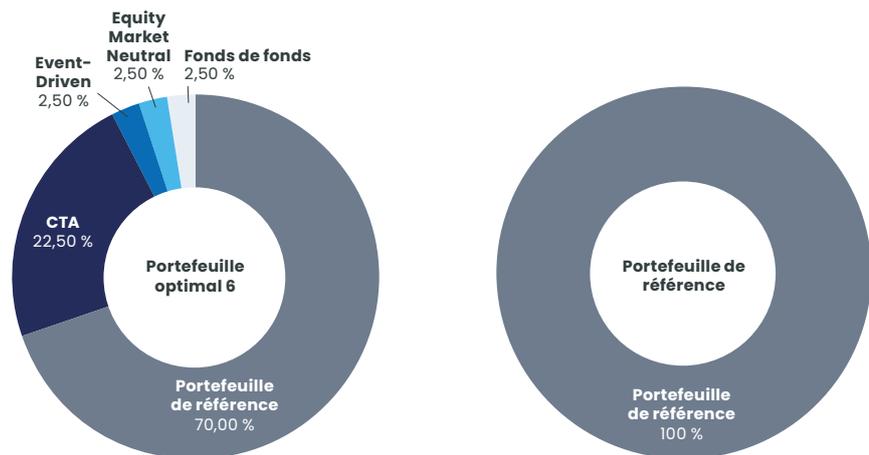


Dans une phase de « pic et récession », la performance maximale et le meilleur ratio de Sharpe sont générés par le portefeuille qui alloue 70 % au portefeuille de référence, 22,5 % aux CTA et 2,5 % aux trois autres segments alternatifs.

Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

Statistiques	Portefeuille optimal 6	Portefeuille de référence
Performance annualisée	-4,04 %	-6,96 %
Volatilité	8,90 %	12,85 %
Ratio de Sharpe	-0,45	-0,54
Perte maximale	31,02 %	45,83 %



Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

Tout au long de ce document, nous avons montré les avantages pour les investisseurs de diversifier leurs portefeuilles traditionnels actions/ obligations en introduisant des stratégies alternatives - en dehors de la période exceptionnelle de l'après-crise financière où les banques centrales ont mis en place le paradigme du « Whatever it takes ». Cet effet de diversification s'est avéré positif sur l'ensemble de la période ainsi que dans des phases spécifiques du cycle économique, à savoir les phases d'expansion, de pic et de récession. Cependant, ces simulations ont été réalisées jusqu'à présent avec des allocations statiques. Il sera intéressant d'aller plus loin et de les tester dans des environnements plus dynamiques. En particulier, il a été démontré que la répartition entre les différentes stratégies alternatives devrait être différente en fonction de la phase économique. En d'autres termes, **les stratégies Event-Driven devraient être privilégiées pendant les périodes d'expansion, tandis que les stratégies CTA et Equity Market Neutral devraient être privilégiées pendant les phases de pic et de récession.** Dès lors, nous souhaitons proposer un processus d'allocation qui permette de passer d'une stratégie alternative à une autre en fonction de l'environnement ou d'un indicateur économique donné.

# 3. Construction d'une poche alternative résiliente.

## 3.1. Définition du cadre

Comme nous l'avons déjà mentionné, alors qu'une implémentation non contrainte de l'optimisation de Markowitz pourrait suggérer des allocations élevées sur les stratégies alternatives, nous devons prendre en compte les problèmes potentiels de répliquabilité et ajuster notre cadre d'analyse en conséquence. En outre, si l'on considère un portefeuille traditionnel 60/40 comme la composante principale de notre allocation, nos analyses ont montré que, dans la plupart des cas, seuls 70 % du portefeuille devraient être investis dans les classes d'actifs actions/obligations, et qu'une poche de 30 % d'actifs alternatifs devrait être répartie entre les stratégies disponibles. À ce stade, nous disposons d'une configuration générale que nous pouvons affiner en nous concentrant sur le contenu de la poche alternative. **Quelle serait la poche alternative la plus résistante en fonction de l'environnement économique ?**

### Définition des allocations "risk-on"/ "risk-off"

A la suite des allocations de Markowitz sur différentes périodes – depuis 1990 ou après la crise financière mondiale –, considérons **une poche alternative «risk-on »** composée de 5% de CTAs, 5% d'Equity Market Neutral, 5% de Fonds de fonds et 15% d'Event-Driven. Inversement, lorsque l'on analyse les phases de pic et de récession (voir 2.2), il apparaît que les stratégies CTA et Equity Market Neutral devraient être surpondérées. Nous suggérons donc **une allocation « risk-off »** de 12,5 % en CTA, 12,5 % en Equity Market Neutral, 2,5 % en Event-Driven et 2,5 % en Fonds de fonds.

## Phase transitoire: définition d'un indicateur

La question se pose maintenant de savoir comment passer d'une phase à l'autre... Le processus le plus précis consisterait certainement à suivre les cycles économiques, mais comment les identifier ? Les statistiques ont tendance à être en retard - que ce soit la publication des statistiques de croissance par le FMI ou toute autre entité officielle, ou l'identification et la formalisation officielle des phases de récession par le NBER. Des discussions avec nos économistes ont suggéré que **nous considérons le taux de chômage américain comme l'indicateur le plus « en temps réel » de l'environnement économique actuel**, une sorte d'*indicateur instantané*.

Sur cette base, nous supposons qu'**un momentum négatif de six mois sur cet indicateur révèle un**

**environnement porteur, ce qui plaide en faveur de la poche alternative « risk-on »**; inversement, **un momentum positif de six mois conduirait à privilégier l'allocation « risk-off »**. Pour une mise en œuvre plus pragmatique, en particulier pour éviter un turnover élevé et des changements de phases brusques et à court terme, nous définissons **un état transitoire** et attribuons à cet état une allocation de 10 % de stratégies Event-Driven, 7,5 % de CTA, 7,5 % d'Equity Market Neutral et 5 % de fonds de fonds. Cet état est utilisé dès que l'on observe un changement dans la dynamique du taux de chômage ; si ce momentum se confirme, l'allocation bascule dans la direction confirmée, sinon elle revient à son état précédent.

### Graphique 9 :

Allocation des poches alternatives en fonction des phases du cycle économique

■ CTA ■ Event-Driven  
■ Equity Market Neutral ■ Fonds de fonds



Source : Candriam, simulation, janvier 2024

## 3.2. Performance du portefeuille 40/30/30

Maintenant que nous avons défini notre cadre, comparons le comportement du portefeuille de référence et de la poche Absolute Return. Nous construisons un portefeuille **100% Alternatif** où nous allouons les stratégies en fonction des phases de risque (risk-on, risk-off et transitoire) :

- Phase « risk-on » : 50 % Event-Driven, 16.67 % CTA, 16.67 % Equity Market Neutral, 16.67 % Fonds de hedge funds.
- Phase transitoire : 33,33 % Event-Driven, 25 % CTA, 25 % Equity Market Neutral, 17,67 % Fonds de hedge funds.
- Phase « risk-off » : 41,67 % CTA, 41,67 % Equity Market Neutral, 8,33 % Event-Driven et 8,33 % Fonds de hedge funds.

Nous construisons également un portefeuille combinant 70 % d'actifs traditionnels (notre portefeuille actions/obligations 60/40) et 30 % de stratégies alternatives avec une allocation variable risk-on / risk-off / phases transitoires) - en tenant compte des arrondis, cela donne grosso modo un portefeuille **40/30/30**.

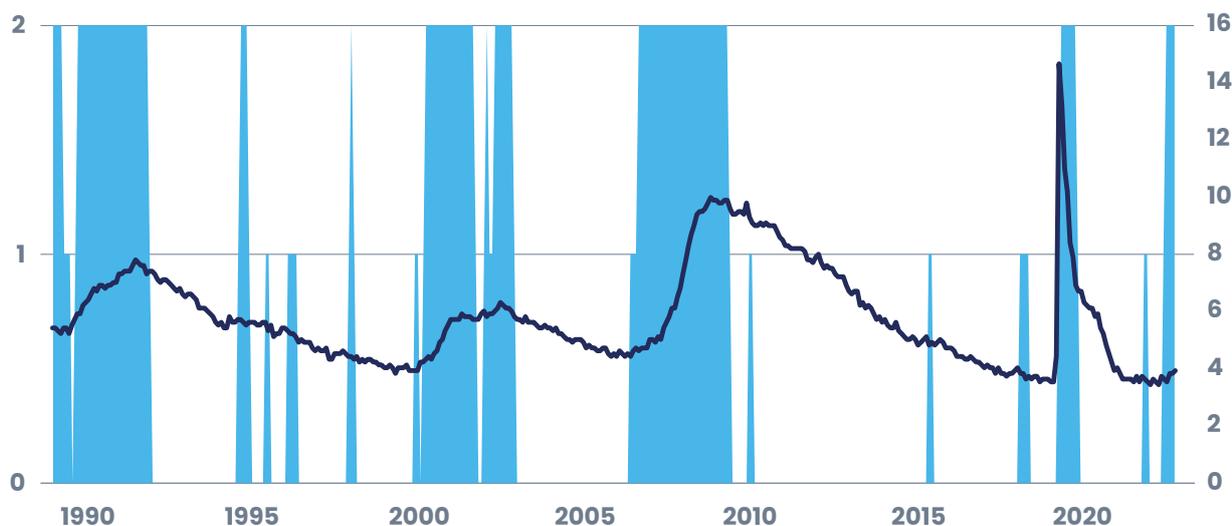
Le graphique ci-dessous illustre les périodes « risk-on » et « risk-off » depuis 1990.

**Graphique 10 :**

Périodes « risk-on » et « risk-off »

■ Régime « risk-on » et « risk-off »

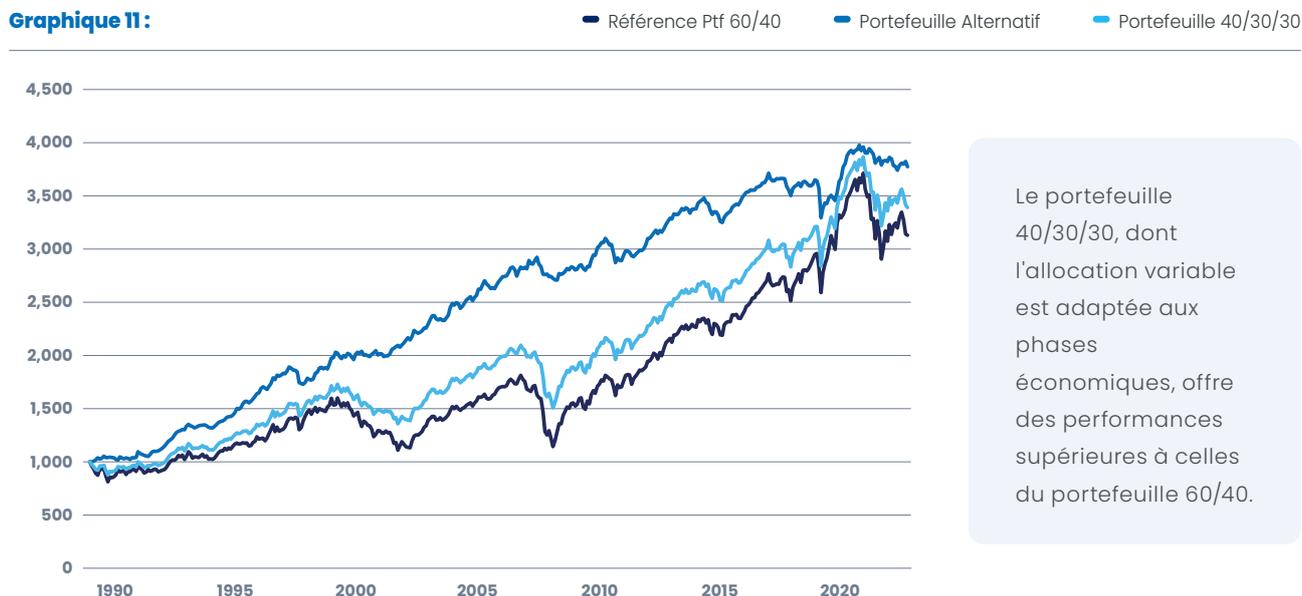
● Taux de chômage aux États-Unis, corrigé des variations saisonnières (% , RHS)



Source : Simulation Candriam, Bloomberg, janvier 2024

Comme d'habitude, nous présentons les données de performance sous la forme de rendements excédentaires, ajustés des Taux des Fed funds.

Graphique 11 :



Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice donné ou d'un service ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

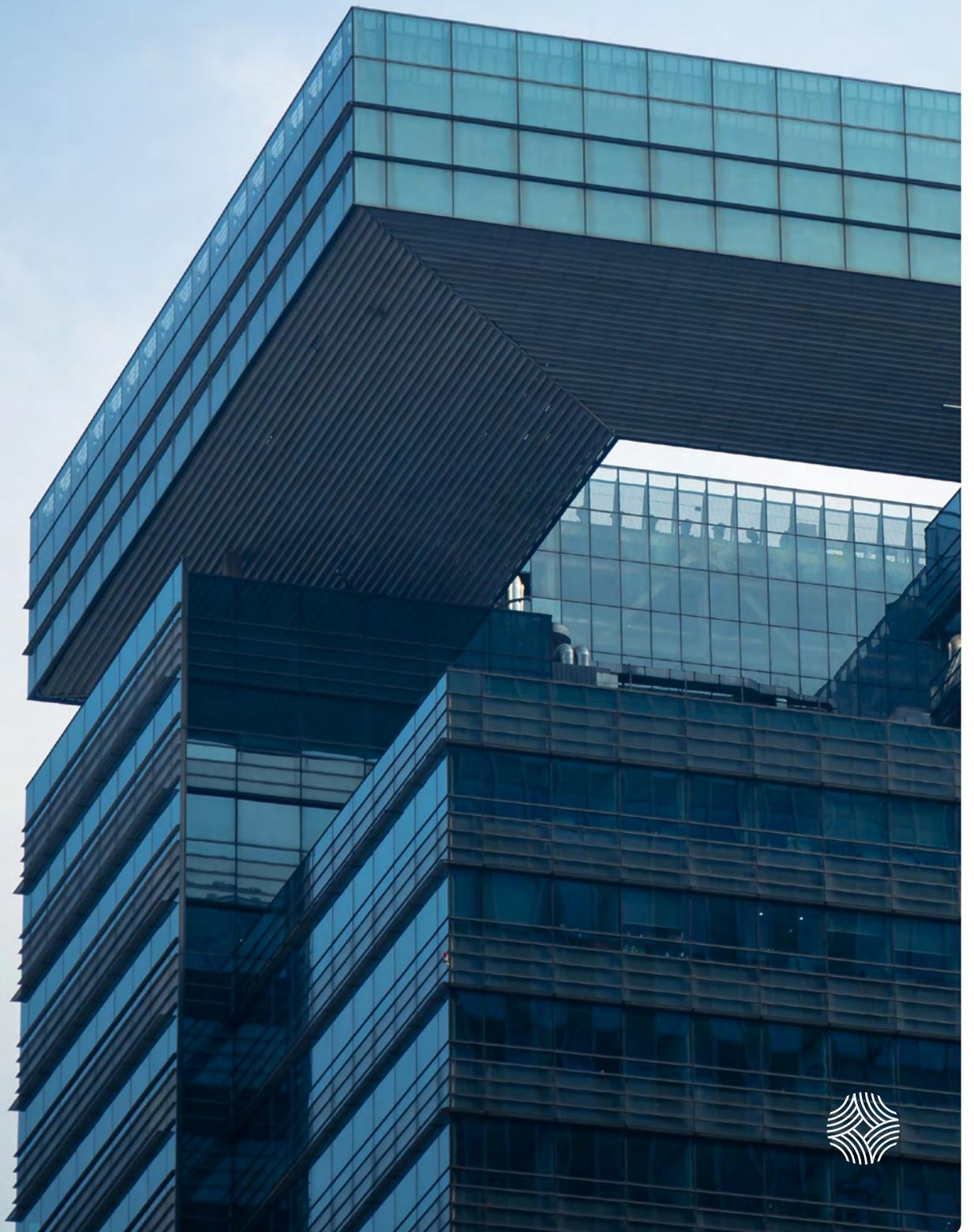
Le tableau statistique ci-dessous montre clairement que la stratégie Alternative pure permet d'obtenir un ratio de Sharpe intéressant et des pertes maximales faibles au cours de la période considérée. En le combinant avec le portefeuille de référence, il est possible d'améliorer sensiblement le profil de ce 60/40 sur les trois critères : le portefeuille 40/30/30 qui en résulte a des rendements plus élevés (+0,3 % annualisé), un ratio de Sharpe plus élevé (+40 %) et une perte maximale plus faible (-24 %).

	Portefeuille alternatif	Portefeuille de référence (60/40)	Portefeuille 40/30/30
Performance annualisée	4,00 %	3,43 %	3,67 %
Volatilité	4,32 %	9,54 %	7,43 %
Ratio de Sharpe	0,93	0,36	0,49
Perte maximale	11,28 %	36,93 %	28,11 %

Les performances passées d'un instrument financier ou d'un indice ou d'une stratégie d'investissement, ou les simulations de performances passées, ou les prévisions de performances futures ne permettent pas de prédire les rendements futurs.

Source : Candriam, simulation, janvier 2024

Là encore, les chiffres parlent d'eux-mêmes. Même après les défis de 2022, il est légitime d'affirmer que **si le 60/40 n'est pas totalement mort, le 40/30/30 apparaît comme une alternative intéressante** pour traverser l'environnement actuel.



# Re-

## Remarques finales.

Au travers de cet article, nous avons vu que, à l'exception de la période exceptionnelle de soutien des banques centrales déclenchée par la grande crise financière, **diversifier un portefeuille traditionnel 60/40 en introduisant des stratégies alternatives absolute return tend à améliorer le profil rendement/risque à la fois en augmentant sa performance et en réduisant son risque** (volatilité, drawdown). En outre, nous avons utilisé la Théorie Moderne du Portefeuille pour montrer que les allocations optimales peuvent varier en fonction des périodes ou des régimes économiques, ce qui met en évidence les bénéfices d'une allocation dynamique.

Pour répondre à cette question, nous avons élaboré une stratégie basique « risk-on / risk-off » basée sur un indicateur instantané lié au taux de chômage américain, qui définit l'allocation d'une poche alternative de 30% entre CTA, Event-Driven, Equity Market Neutral et fonds de fonds - surpondérant les Event-Driven lorsque l'économie semble en bonne santé, et favorisant les CTA et les stratégies Equity Market Neutral dans le cas contraire.

Cette étude n'est évidemment pas exhaustive. Il existe de nombreuses autres techniques d'allocation, de nombreux autres actifs alternatifs ainsi que d'autres indicateurs avancés potentiels. Néanmoins, elle a le mérite de **démontrer la valeur ajoutée des stratégies alternatives dans l'environnement actuel - qui va potentiellement se prolonger**. En effet, rappelons que par construction, les stratégies alternatives visent à générer une performance décorrélée au-delà des taux d'intérêt à court terme - et donc bénéficient de ce contexte de taux élevés.

A l'instar de Galilée qui a confirmé le système d'héliocentrisme de Copernic, nous concluons par une de nos maximes préférées : « *J'aime à penser qu'il vaut mieux avoir une bonne conviction qu'une fausse certitude* ».

# Risques.

Tout investissement comporte des risques, y compris le risque de perte en capital.

Les principaux risques des stratégies alternatives sont :

- **Risque de perte en capital**
- **Risque de taux d'intérêt**
- **Risque actions**
- **Risque de crédit**
- **Risque de change**
- **Risque de contrepartie**
- **Risque de volatilité**
- **Risque lié aux instruments financiers dérivés**
- **Risque de liquidité**
- **Risque lié aux marchés émergents**
- **Risque d'arbitrage**
- **Risque lié à l'effet de levier**
- **Risque de modèle**
- **Risque lié à des facteurs externes**
- **Risque lié au fournisseur d'indice**
- **Risque lié au haut rendement**
- **Risque lié aux matières premières**
- **Risque lié aux investissements ESG**
- **Risque lié au développement durable**

Cette liste n'est pas exhaustive et de plus amples détails sur les risques associés à l'investissement dans des stratégies alternatives sont disponibles dans le prospectus et le KID des stratégies concernées.

## Annexe.

### Description des indices

#### Indice MSCI World Net Total Return USD

(Source : Bloomberg)

© MSCI. All rights reserved. MSCI Daily Total Return Net World USD. Indices Morgan Stanley Capital International Equity en dollars américains. Les indices dividendes nets réinvestis utilisent les mêmes données de dividendes dont sont soustraits les crédits d'impôt, et soustraient également les retenues à la source pour les étrangers qui ne bénéficient pas d'une convention de double imposition.

#### Indice BarclayHedge CTA

(Source : Bloomberg)

L'indice BarclayHedge CTA est un indice représentant la performance des CTAs (Commodity Trading Advisors). Pour pouvoir être inclus dans l'indice, un CTA doit avoir un historique de performance de quatre ans.

Lorsqu'un CTA faisant déjà partie de l'indice introduit un programme additionnel, celui-ci est pris en compte dans l'indice après sa deuxième année. Afin de limiter les biais potentiels à la hausse, seuls les CTA ayant un historique de performance d'au moins quatre ans sont inclus dans l'indice et l'historique de performance commence à partir de la cinquième année, ignorant les quatre premières années de performance. En 1999, 319 CTA faisaient partie du calcul de l'indice. L'indice est équipondéré et réactualisé au début de chaque année.

## **Bloomberg Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD**

(Source : Bloomberg)

L'indice Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index est un indice élargi des obligations à taux fixe de qualité (investment grade), libellées en dollars américains. L'indice comprend des bons du Trésor, des obligations publiques et d'entreprises, des titres adossés à des créances hypothécaires (MBS, agences à taux fixe et ARM hybrides), des ABS et des CMBS (agence et non-agence).

## **Indice HFRIEDI : Event-Driven**

(Source : HFR)

Event-Driven : Les gestionnaires d'investissement qui maintiennent des positions dans des sociétés actuellement ou potentiellement impliquées dans des transactions d'entreprise d'une grande variété, y compris, mais sans s'y limiter, des fusions, des restructurations, des difficultés financières, des offres publiques d'achat, des rachats d'actions, des échanges de dettes, des émissions de titres ou d'autres ajustements de la structure du capital. Les types de titres peuvent aller du plus senior dans la structure du capital au plus junior ou subordonné, et impliquent souvent des instruments dérivés supplémentaires. L'exposition aux stratégies Event-Driven comprend une combinaison de sensibilités aux marchés actions, aux marchés du crédit et aux développements idiosyncrasiques spécifiques aux entreprises. Les thèses d'investissement sont généralement fondées sur des caractéristiques fondamentales (par opposition aux caractéristiques quantitatives), la réalisation de la thèse dépendant d'un développement spécifique exogène à la structure existante du capital.

## **Indice HFRIFOF : Fonds de fonds**

(Source : HFR)

Les fonds de fonds sont investis auprès de plusieurs gestionnaires par le biais de fonds ou de comptes gérés. La stratégie consiste à construire un portefeuille diversifié de gestionnaires dans le but de réduire de manière significative le risque (volatilité) d'un investissement auprès d'un gestionnaire individuel. Le gestionnaire du fonds de fonds a toute latitude pour choisir les stratégies dans lesquelles investir. Un gestionnaire peut allouer des fonds à plusieurs gestionnaires sur une même stratégie, ou à plusieurs gestionnaires sur plusieurs stratégies. L'investissement minimum dans un fonds de fonds peut être inférieur à un investissement dans un hedge fund individuel ou un compte géré. L'investisseur bénéficie d'une diversification entre les gestionnaires et les styles avec un montant d'investissement nettement inférieur par rapport à un investissement dans des gestionnaires distincts. A noter : L'indice HFRI Fund of Funds n'est pas inclus dans l'indice HFRI Fund Weighted Composite.

## **HFRIEMNI Index : Equity Market Neutral**

(Source : HFR)

Les stratégies Equity Market Neutral utilisent des techniques quantitatives sophistiquées d'analyse des données de prix afin d'obtenir des informations sur l'évolution future des prix et les relations entre les titres, et de sélectionner les titres à acheter et à vendre. Il peut s'agir de stratégies d'arbitrage / trading statistique, ou de stratégies factor-based. Les stratégies d'investissement factor-based comprennent des stratégies dans lesquelles la thèse d'investissement repose sur l'analyse systématique de relations communes entre les titres. Dans de nombreux cas, mais pas tous, les portefeuilles sont construits de manière à être neutres par rapport à une ou plusieurs variables, telles que les marchés d'actions au sens large en termes de dollars ou de bêta, et l'effet de levier est fréquemment utilisé pour améliorer le profil de rendement des positions identifiées. Les stratégies d'arbitrage / trading statistique consistent en des stratégies dans lesquelles la thèse d'investissement repose sur l'exploitation d'anomalies de prix qui peuvent se produire en fonction du retour à la moyenne anticipé inhérent aux prix des titres ; des techniques à haute fréquence peuvent être utilisées et des stratégies de trading peuvent également être employées sur la base d'une analyse technique ou de manière opportuniste pour exploiter de nouvelles informations dont le gestionnaire d'investissement estime qu'elles n'ont pas été entièrement, complètement ou précisément prises en compte dans les prix actuels des titres. Les stratégies Equity Market Neutral ont généralement une exposition nette au marché des actions ne dépassant pas 10 % à la vente ou l'achat..



**144 Mds €**

d'actifs sous gestion  
Juin 2023\*



**+600**

experts  
à votre service



**+25 ans**

Leader dans  
l'investissement responsable

**Ce document commercial est fourni à titre d'information uniquement.** Il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, une recommandation d'investissement ou une confirmation de transaction, sauf indication contraire. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et les sources utilisées, des erreurs ou des omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenu responsable de tout dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment et le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

**Avertissement :** les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. La performance brute peut être influencée par des commissions, des frais et d'autres charges. Les performances exprimées dans une devise autre que celle du pays de résidence de l'investisseur sont soumises aux fluctuations des taux de change, avec un impact négatif ou positif sur les gains.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter le document d'information clé pour l'investisseur, le prospectus et toute autre information pertinente, y compris la valeur nette d'inventaire des fonds, sur son site web [www.candriam.com](http://www.candriam.com) avant d'investir dans l'un de ses fonds. Les droits des investisseurs et les procédures de réclamation sont disponibles sur les pages réglementaires du site web de Candriam <https://www.candriam.com/en/professional/legal-and-disclaimer-candriam/regulatoryinformation/>. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans la langue locale de chaque pays où le fonds est autorisé à la vente. Conformément aux lois et réglementations applicables, Candriam peut décider de mettre fin à tout moment aux accords de commercialisation des fonds concernés.

\* À compter du 30/06/2023, Candriam a apporté des modifications à sa méthodologie de calcul des actifs sous gestion (AUM), qui incluent désormais certains actifs tels que les AUM non discrétionnaires, la sélection de fonds externes, les services d'« overlay », y compris les services de sélection ESG, les services de [conseil en gestion], les services en marque blanche et les services de conseil en portefeuille modèle qui ne sont pas qualifiés d'actifs sous gestion réglementaires, tels que définis dans le formulaire ADV de la SEC. Les actifs sous gestion sont déclarés en USD. Les actifs sous gestion non libellés en USD sont convertis au taux spot du 30/06/2023.



**CANDRIAM. INVESTIR POUR DEMAIN.**

**WWW.CANDRIAM.COM**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY