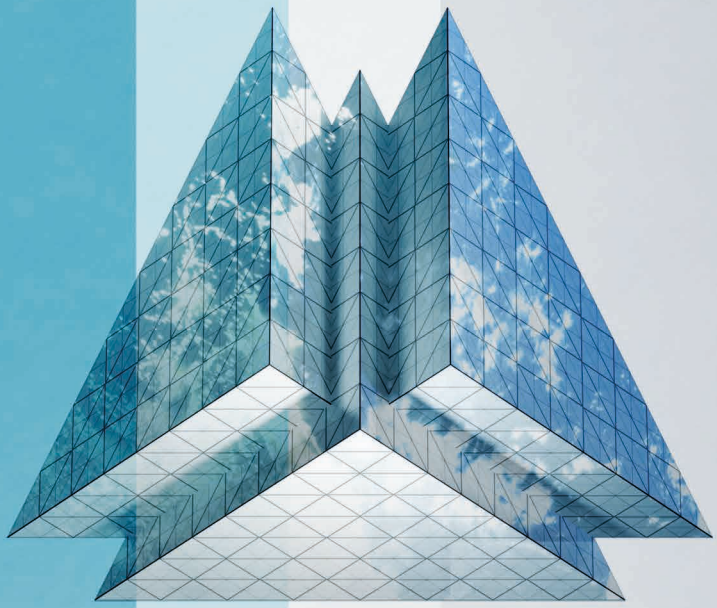
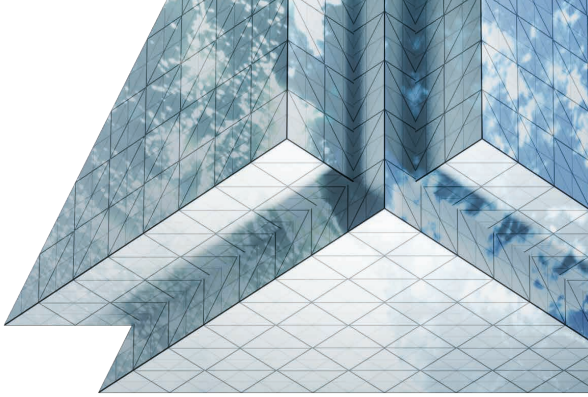


Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—

MARKET GPS

PERSPECTIVES 2020 DES INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

Réservé aux investisseurs professionnels



LES INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS SONT-ILS LA SOLUTION ADÉQUATE POUR LA PROCHAINE PHASE DU CYCLE ?

De nombreux investisseurs se demandent si le moment est venu de renforcer leur allocation aux investissements alternatifs. Il est selon nous prudent de vraiment chercher la diversification, mais pour Michael Ho, Responsable mondial de la gestion Multi-Asset et alternative, choisir la bonne option nécessite une grande rigueur.

Ces 15 dernières années, les investissements alternatifs ont vu leur popularité croître auprès des investisseurs. Selon une enquête récente de BCG Consulting Group, les actifs sous gestion des investissements alternatifs enregistrent une croissance plus soutenue que les autres catégories d'investissement, à l'exception des gestions passives. Cette enquête montre également que ce seront probablement les investissements alternatifs liquides, les infrastructures, la dette privée et le capital-investissement qui profiteront le plus de la croissance anticipée des investissements alternatifs. Les investisseurs semblent de plus en plus nombreux à associer une allocation stratégique aux gestions passives et une allocation secondaire aux sources d'alpha, via essentiellement les investissements alternatifs.

Compte tenu de l'hétérogénéité de ces derniers, les questions des clients portent souvent sur leur potentiel de diversification par rapport aux classes d'actifs traditionnelles. Ils s'intéressent également aux stratégies de performance absolue, aux bienfaits des investissements alternatifs en fin de cycle économique et les instruments les mieux adaptés aux conditions à venir. Nous allons essayer de répondre à certaines de ces questions.

La sélectivité, une nécessité

Lorsqu'on analyse les avantages des investissements alternatifs, il faut avoir conscience de son manque d'homogénéité. Aucune approche globale ne fonctionne et il faut s'abstenir de faire des généralisations. Actuellement, dans son ensemble, la catégorie des investissements alternatifs n'est pas attractive. Ce constat s'appuie sur plus de 25 années de performances du secteur des hedge funds, synonyme de gestion alternative pour de nombreux investisseurs. Selon les données statistiques, les performances ont diminué sur la période, avec un alpha estimé actuellement à -2 % par an. Tendance encore plus négative, plus de 90 % des variations des performances (leur principal catalyseur) s'explique par une exposition à l'indice S&P 500®.[1] Ce qui montre que les hedge funds, pris dans leur globalité, ne delivrent pas actuellement les sources de diversification pour lesquelles ils étaient utilisés auparavant.

Selon nous, les investisseurs peuvent profiter des stratégies alternatives exposées à diverses primes de risque alternatives et stratégies de hedge fund, plutôt que de s'appuyer uniquement sur le bêta des actions. Sur le long terme, les investissements alternatifs devraient afficher une exposition nette aux marchés actions et obligataires proche de zéro.

Le capital-investissement est-il mal compris ?

Le capital-investissement peut-il être la solution ? Là-encore, nous pensons que cette classe d'actifs n'offre pas la diversification et l'alpha auxquels elle est généralement associée. L'un des principaux obstacles est le lissage des VL lié à la fréquence limitée des évaluations au prix du marché des participations des portefeuilles. Dans une enquête récente, l'université Brigham Young[2] s'est penchée sur les transactions du marché secondaire pour mieux cerner les sources de performance. Elle a montré que le capital-investissement générait un bêta actions élevé (supérieur à 1) et un alpha faible (non statistiquement différent de 0). Les performances totales élevées généralement associées aux investissements dans le private equity et les fonds de LBO s'expliquent par un levier d'endettement très important, d'où le niveau élevé du bêta action.

> « Compte tenu de l'augmentation des retraités, la société tout entière devient de plus de plus sensible aux pertes en capital et les conséquences potentielles pourraient être très marquées ».

MICHAEL HO, PH.D.
RESPONSABLE MONDIAL DE LA GESTION MULTI-ASSET ET ALTERNATIVE

Connaissez vos sources de performance

Toutes ces caractéristiques ne sont pas nécessairement négatives. L'intérêt des investissements alternatifs tient surtout à leur diversité et à l'existence de gérants ayant démontré leur capacité à générer de l'alpha. Les indices HFRI (Hedge Funds Research®) montrent qu'une approche reposant sur un bêta action plus faible (moins de 25 %) peut porter ses fruits.

De nombreuses stratégies à faible bêta action adoptent un style de gestion « relative value » ou macro. Il est rassurant de constater que les gestions reposant sur des expertises spécifiques existent encore et, si la volatilité augmente comme prévu en 2020, les investisseurs pourraient largement bénéficier de ce type d'approche.

Un marché baissier est-il possible en 2020 ?

Pour notre part, nous nous intéressons aux facteurs structurels pour identifier les anomalies de valorisation du risque. En 2020, nous pensons que cette fin de cycle va rendre vulnérables les marchés aux chocs potentiels, en particulier pour le secteur privé, et certaines dynamiques de marché à l'œuvre pourraient pénaliser les classes d'actifs traditionnelles.

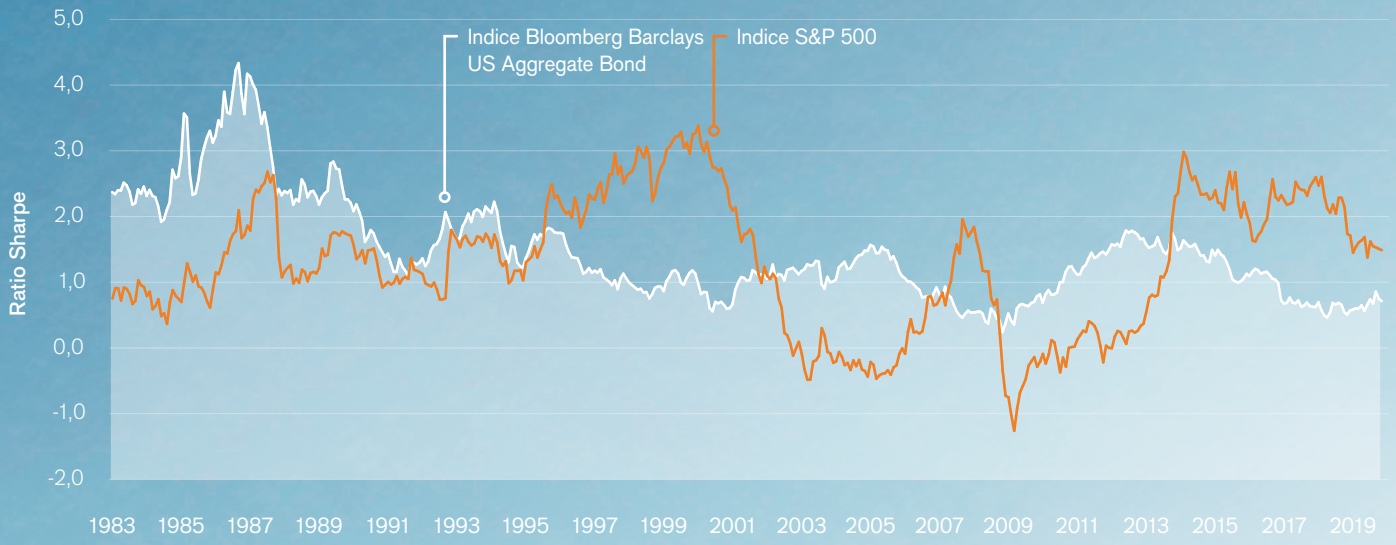
Après la crise financière mondiale, les multiples de valorisation des actions (ratios cours-bénéfices) avaient fortement augmenté, tout comme l'endettement des entreprises. Ces évolutions n'étaient que la conséquence des volumes gigantesques de titres rachetés par les

Stratégie de performance absolue – une approche toujours valide ?

Pour beaucoup, les stratégies de performance absolue n'ont pas tenu leurs promesses depuis la crise financière mondiale. Cela est dû en grande partie aux performances élevées et régulières générées par l'indice S&P 500 et la faible dispersion des rendements boursiers. Les actions ont été soutenues par les politiques monétaires non-conventionnelles instaurées en 2009 et interrompues progressivement en 2018. Ces politiques ont initié une période marquée par des performances aussi régulières que dans les années 1990 (cf. Graphique 1). Dans cet environnement, compte tenu de la capacité de la gestion passive à générer des niveaux de performances deux fois plus élevées que les niveaux de volatilité, pourquoi voudrait-on investir ailleurs ?

Le danger tient à une extrapolation indéfinie de cette approche. L'histoire montre que les investissements passifs les plus élémentaires peuvent connaître des épisodes violents de volatilité. Les événements de 2008 et de 2000-2002 se sont révélés extrêmement douloureux, en particulier pour les retraités. Lors des périodes qui ont suivi ces crises, les retraités qui étaient investis uniquement en actions ont subi des pertes nominales sur 5 ans (cf. Graphique 1). Aujourd'hui, la situation est exacerbée par le vieillissement démographique dans les pays développés. Compte tenu de l'augmentation des retraités, la société tout entière devient de plus de plus sensible aux pertes en capital et les conséquences potentielles pourraient être très marquées.

GRAPHIQUE 1 : LES INDICES ACTIONS ET OBLIGATAIRES SUIVENT ÉGALEMENT LA VOLATILITÉ



Source : Robert J. Shiller et Datastream, novembre 2019. Le graphique présente l'évolution du ratio Sharpe annualisée sur 5 ans. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. La performance d'un indice ne reflète pas les frais de gestion d'un portefeuille, un indice n'étant ni géré ni disponible à l'investissement direct.

Il est important de ne pas se laisser duper par l'assouplissement des conditions monétaires des dix dernières années et son impact sur les performances des classes d'actifs. Un portefeuille associant diverses sources de performances, via une stratégie de performance absolue spécifique ou via des investissements alternatifs ou multi-assets, pourrait se révéler bénéfique dans le contexte de faible croissance qui se profile.

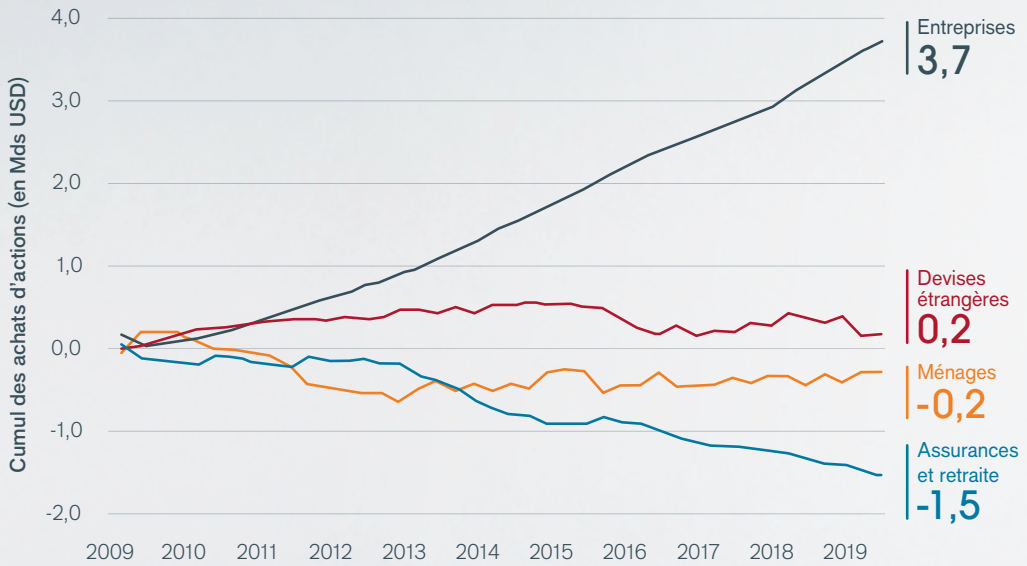
entreprises. Ces dernières sont en effet les plus gros acheteurs d'actions américaines depuis 2009 (3 600 milliards de dollars), selon Bank of America Merrill Lynch Research[3] (cf. Graphique 2).

Et c'est grâce à la faiblesse des rendements obligataires que les entreprises ont pu accroître à moindre frais leur levier financier. Extrapoler cette tendance en 2020 pose deux types de risque. Premièrement, les rendements réels des titres à 10 ans ont déjà atteint leurs plus bas historiques et intègrent un scénario de croissance extrêmement négatif. Ces rendements sont selon nous trop faibles et aucune raison ne justifie leur maintien en territoire négatif sur le long terme, sauf au Japon. Deuxièmement, les marges bénéficiaires des entreprises sont déjà au plus haut et commencent à s'effriter. Ces deux facteurs pourraient compliquer les futurs rachats d'actions.

Nous pensons qu'un marché baissier peut se concrétiser lorsque les investisseurs prennent vraiment conscience que la croissance des bénéfices par action (BPA) des dernières années a été alimentée par ces opérations de rachat. Si ce mécanisme était ralenti par l'augmentation des coûts de financement des entreprises et la baisse de leurs marges, nous pourrions rapidement être confrontés à une dynamique de marché baissière, en totale opposition avec le cycle favorable des dix dernières années. Si l'on ajoute à cela le potentiel de performance limité des marchés obligataires, les investisseurs pourraient décider de s'affranchir des classes d'actifs traditionnelles. Dans ce contexte, les investisseurs ont tout intérêt à combiner des sources de performance diversifiantes, mais ils doivent comprendre parfaitement la source de performance exploitée par leur gérant et savoir à quoi s'attendre en cas de tensions sur les marchés. Cette approche, qui semble tout indiquée dans la phase actuelle du cycle économique, porte également ses fruits sur le long terme.

GRAPHIQUE 2 : LES RACHATS D'ACTIONS SOUTIENNENT LES GAINS

Les entreprises sont les plus gros acheteurs d'actions depuis 2009, ce qui a entraîné une augmentation des ratios cours/bénéfices et du levier financier. Cependant, avec l'augmentation probable des coûts d'emprunt et la baisse des marges bénéficiaires des entreprises, les rachats d'actions pourraient ralentir à l'avenir.



Source : Michael Hartnett, The Flow Show, Bank of America Merrill Lynch Research, 5 septembre 2019

EN SAVOIR PLUS

LES PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT « MARKET GPS » REGROUPENT DES ARTICLES DE NOS RESPONSABLES DES GESTIONS ACTIONS, OBLIGATIONS ET INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS AINSI QU'UN ARTICLE DE SYNTHÈSE.

Découvrez nos Perspectives d'investissement 2020 « Market GPS » sur JanusHenderson.com

Chez Janus Henderson, nos équipes de gestion passent en revue régulièrement leurs idées d'investissement, mais ont toute latitude pour se forger leurs propres opinions sur les opportunités et les risques de marché. Nous proposons les commentaires des gérants de portefeuille dans la rubrique Analyses de marché du site web de Janus Henderson, dans le cadre de notre approche *Knowledge. Shared.*

Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—

[1] Bloomberg et Datastream. HFRI Fund Weighted Composite Index, données au 30 août 2019

[2] Boyer, Brian, Nadauld, Taylor D. et Vorkink, Keith P. (Brigham Young University) et Weisbach, Michael S. (Ohio State University). « Private Equity Indices Based on Security Market Transactions », 24 octobre 2018.

Les points de vue présentés s'entendent à la date de publication. Ils sont uniquement destinés à des fins d'information et ne doivent pas être utilisés ou interprétés comme un conseil fiscal, juridique ou d'investissement ou une offre de vente, une sollicitation d'une offre d'achat ou encore une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur du marché. Aucune des informations contenues dans ce document n'est réputée constituer une disposition directe ou indirecte de services de gestion d'investissement spécifiques à l'une des exigences des clients. Les opinions et les exemples ont pour but d'illustrer des thèmes plus larges, n'indiquent aucune intention de négociation et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment en raison de l'évolution des conditions de marché ou économiques. Ils n'ont pas pour but d'indiquer ou d'insinuer qu'une illustration ou un titre mentionné en exemple est ou a déjà été détenu dans un portefeuille. Aucune des prévisions ne sont garanties et nous ne garantissons pas que les informations fournies soient exhaustives ou opportunes, ni n'émettons aucune garantie à l'égard des résultats obtenus suite à leur utilisation. Janus Henderson Investors a, dans la préparation de ce document, des raisons raisonnables de croire qu'il peut s'appuyer sur la précision et l'exhaustivité de l'ensemble des informations disponibles dans les sources publiques. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures. Investir comporte des risques, notamment la perte éventuelle du capital investi et la fluctuation de la valeur de l'investissement.

Tous les produits ou services ne sont pas disponibles dans toutes les juridictions. La distribution du présent document ou les informations qui y sont contenues peuvent être restreintes par la loi, et elles peuvent ne pas être utilisées dans toutes les juridictions, ou dans toutes circonstances, dans lesquelles leur utilisation serait jugée illégale. Le contenu de ce document n'a pas été approuvé ou avalisé par l'un des organismes de réglementation. Janus Henderson n'est pas responsable de la distribution illégale de ce document à des tiers, dans son intégralité ou en partie, ni des informations reconstruites à partir de ce document.

Ce document ne peut être reproduit sous aucune forme que ce soit, dans son intégralité ou en partie, ou cité dans une autre publication, sans autorisation écrite expresse. Les appels téléphoniques sont susceptibles d'être enregistrés pour notre protection mutuelle, pour améliorer notre service client et à des fins de tenue de registre réglementaire.

Publié en Europe par Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors est le nom sous lequel des produits et services d'investissement sont fournis par Janus Capital International Limited (immatriculée sous le numéro 3594615), Henderson Global Investors Limited (immatriculée sous le numéro 906355), Henderson Investment Funds Limited (immatriculée sous le numéro 2678531), AlphaGen Capital Limited (immatriculée sous le numéro 962757), Henderson Equity Partners Limited (immatriculée sous le numéro 2606646), (toutes inscrites et immatriculées en Angleterre et au Pays de Galles, dont le siège social est sis 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE, et réglementées par la Financial Conduct Authority) et Henderson Management S.A. (immatriculée sous le numéro B22848, sis au 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Les services de conseil aux États-Unis sont fournis par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC qui sont des filiales de Janus Henderson Group plc. Au **Canada,** les produits et les services sont offerts par l'intermédiaire de Janus Capital Management LLC uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions.

Publié à (a) **Singapour** par Henderson Global Investors (Singapore) Limited, immatriculée et réglementée par l'Autorité monétaire de Singapour. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited Company, numéro d'enregistrement 199700782N, à utiliser uniquement avec les investisseurs institutionnels tels que définis dans la section 4A de loi Securities and Futures Act de Singapour. Cette annonce ou publication n'a pas été vérifiée par l'Autorité monétaire de Singapour. (b) **Hong Kong** publié par Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, autorisée et réglementée par la Securities and Futures Commission, (c) **Taiwan** (République de Chine) publié par Janus Henderson Investors Taiwan Limited, autorisée et réglementée par la Financial Supervisory Commission de la République de Chine. Exploitée de manière indépendante par Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Téléphone : (02) 8101-1001. Licence SICE validée n°023, publié en 2018 par la Commission de Supervision Financière, (d) **Corée du Sud** publié par Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. En Corée du Sud, ce document est publié à l'usage exclusif du destinataire qui garantit par sa réception qu'il est un investisseur professionnel qualifié, (e) **Japon** publié par Janus Henderson Investors (Japan) Limited, réglementé par la Financial Services Agency et enregistré comme une société d'instruments financiers exerçant des activités de gestion d'investissement, de conseil en investissement, d'intermédiaire et de gestion d'instruments financiers de type II, (f) **publié en Australie et en Nouvelle-Zélande** par Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) et (g) au **Moyen-Orient** par Janus Capital International Limited, réglementée par la Dubai Financial Services Authority en tant que Bureau de représentation. Aucune transaction ne sera réalisée au Moyen-Orient et toute demande doit être adressée à Janus Henderson.

Pour les autres pays/régions de la zone Asie-Pacifique : Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne doit pas être distribué à d'autres personnes ou redistribué. Le présent document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels (ou aux investisseurs professionnels, avertis ou qualifiés, selon le cas, dans les juridictions locales).

Note à l'intention des lecteurs de Chine (RPC), d'Afrique et de Colombie : Janus Henderson (a) n'a pas reçu de licence, n'est pas autorisé ou enregistré auprès de la China Securities Regulatory Commission pour les activités de gestion d'investissement ou de conseil en investissement ou autrement approuvé par les autorités réglementaires chinoises pour fournir des services de gestion d'investissement ou de conseil en investissement en République populaire de Chine (« RPC ») (qui, à ces fins, ne comprend ni les régions administratives spéciales de Hong Kong ou de Macao ni Taïwan). Janus Henderson Investors ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant au fait qu'elle est, et sera, en conformité avec les lois chinoises. Le présent document et les informations qu'il contient ne sont accessibles qu'à certains investisseurs institutionnels spécifiques en RPC, (b) non autorisés en Afrique du Sud pour la commercialisation et (c) non autorisés à commercialiser ses produits et/ou services en Colombie ou auprès de résidents colombiens, sauf si cette promotion et commercialisation est faite conformément aux règles et réglementations applicables.

Destiné uniquement aux investisseurs professionnels et institutionnels. Ce document ne doit pas être reproduit ou distribué à des personnes autres que ses destinataires.

En dehors des États-Unis : À l'usage exclusif des investisseurs institutionnels et avertis, des distributeurs qualifiés, des investisseurs et des clients wholesale, tels que définis par le territoire applicable. **Document non destiné à être communiqué ou distribué au grand public.**

Janus Henderson, Janus, Henderson, et Knowledge. Shared sont des marques commerciales déposées de Janus Henderson Group plc ou de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.