

## PRISMA Credit Allocation Europe Un pilotage dynamique de l'allocation



Nicolas BLANC   
Responsable du pôle Allocation d'Ellipsis AM

### Rendements obligataires en berne dans un contexte de crise inédit

La crise sanitaire a profondément affecté l'économie mondiale, avec des conséquences négatives évidentes. Elle a également réduit la visibilité, tant les fluctuations intervenues rendent inutilisables les modèles classiques de prévision. Les thèmes qui retiennent le plus notre attention sont la soutenabilité des dettes et des valorisations et les effets des hétérogénéités induites par la crise.

Pour éviter un effondrement complet, un soutien budgétaire massif s'est avéré incontournable, de sorte que les déficits qui se sont accumulés en 2020 et cette année encore constituent des records pour des temps de paix. Les entreprises ont également été contraintes de s'endetter pour survivre et elles ont été aidées en cela par des programmes de garanties publiques et par les politiques monétaires ultra-accommodantes. Au total, le levier global dans l'économie a fortement progressé, ce qui fragilise tous les acteurs économiques publics et privés. Corrélativement, la valeur des actifs mondiaux s'est accrue, avec des risques de bulles criants sur certains marchés.

D'autre part, l'effet des mesures sanitaires sur les entreprises n'a pas été réparti équitablement, en affectant une part disproportionnée à certains secteurs de services. Certains comportements de consommation pourraient avoir été durablement modifiés. On peut craindre que la crise laisse sur ces secteurs des traces permanentes, et donc un chômage plus élevé et une destruction de capital productif. Malgré ces incertitudes, les marchés financiers restent très bien orientés, en raison des effets mécaniques des soutiens monétaires, de l'annonce de traitements efficaces contre la pandémie, de la reprise rapide observée dans le secteur manufacturier qui trouve son illustration la plus frappante dans la santé retrouvée de l'économie chinoise, et de la montée en puissance des secteurs technologique et pharmaceutique. L'allocation d'actifs doit donc arbitrer entre ces éléments puissants de support et les fragilités de plus long-terme.

Ce contexte de soutien monétaire, mis en place en réponse aux crises successives des subprimes, a entraîné une forte baisse des taux souverains des pays core de la zone Euro. Les perspectives de rentabilité de ces segments sont donc très en retrait par rapport à leurs performances historiques, ce qui oblige les investisseurs obligataires à considérer des alternatives plus risquées. Les portefeuilles obligataires ainsi constitués devraient présenter des performances plus erratiques, rendant les décisions d'investissement plus délicates.



La stratégie gérée par Ellipsis AM depuis plus de six ans permet de faciliter cette transition, en offrant un support d'investissement visant une performance proche de celle des segments obligataires les plus agressifs, tout en maintenant un niveau de risque plus modéré (SRRI<sup>[1]</sup> de 3, sur une échelle de 1 à 7) et donc un profil a priori plus régulier.

Il cherche pour cela à exploiter la diversification et les opportunités offertes par l'ensemble des compartiments de la dette libellée en EUR. Il vise également la diversification dans les approches mises en œuvre pour la gestion : il repose à la fois sur les savoir-faire du gérant sur les marchés des convertibles, du crédit et des couvertures overlays, sur une vision top-down discrétionnaire, ainsi que sur une approche originale de l'allocation, fondée sur des modèles quantitatifs.

La performance se décompose en cinq éléments, constitutifs du process de gestion :

**La performance de l'indicateur de référence stratégique/** Il est constitué pour moitié d'actifs défensifs : et pour l'autre moitié d'actifs obligataires exposés à la croissance économique. Ce benchmark est comparable en risque à un indice investment grade.

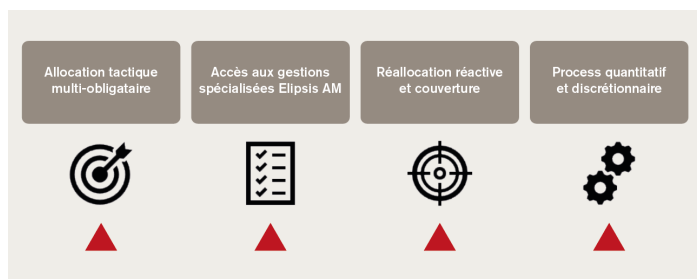
**L'allocation stratégique/** Elle reflète une vision à moyen-terme du contexte économique et financier et ses implications en termes de rentabilité des différents segments obligataires. Cette allocation est révisée seulement en cas d'événements structurants importants.

**La performance des fonds sous-jacents/** Une partie de l'allocation stratégique est réalisée dans le portefeuille via des fonds internes, au travers de parts dédiées évitant l'empilement de frais de gestion. Ces investissements permettent de bénéficier de la surperformance éventuelle obtenue par ces fonds par rapport à leurs indices de référence.

**La performance des process de répliation/** La partie de l'allocation stratégique non investie sur des fonds internes est implémentée à partir de supports indiciaires. La sélection et la combinaison de ces supports permettent d'améliorer la liquidité et est potentiellement générateur de surperformance par rapport à l'indice visé.

**Le process quantitatif de pilotage des sensibilités/** L'objectif est de piloter, avec une fréquence pouvant aller jusqu'au quotidien, les différentes sensibilités du portefeuille, ce qui inclut la sensibilité aux taux, au crédit et au marché action (en raison de la présence d'obligations convertibles). Celles-ci peuvent également être déclinées par zones géographiques et par secteur. Le fonctionnement de ce process est quantitatif et repose sur une analyse des comportements des différents actifs, en relation avec un grand nombre de variables économiques et financières.

[1] Indicateur synthétique de risque et de performance



## Un mix discrétionnaire et quantitatif

Si l'on base le process de gestion uniquement sur une approche discrétionnaire, la performance sera affectée par des biais cognitifs difficilement évitables. Le comportement « moutonnier », c'est-à-dire l'excès d'optimisme, quand celui-ci est partagé par la communauté financière, ou de pessimisme lorsque le marché baisse, en est un bien connu.

A l'inverse, une gestion quantitative pure présente de nombreux inconvénients. L'idée d'un modèle universel, efficace dans toutes les situations est un mirage. Le choix et la calibration des modèles sont toujours à haut risque de suroptimisation, c'est-à-dire que même pour des modèles sans efficacité prédictive réelle, on trouve toujours des paramètres qui produisent des simulations historiques flatteuses. En général, les performances en gestion réelle sont très décevantes.

C'est pour ces raisons que le fonds réunit les deux approches dans son process de gestion, afin de contrebalancer les effets de chaque approche prise individuellement.

## Bilan 2020

La débâcle du marché en février/mars a généré un drawdown (perte maximale) significatif, en grande partie lié au process de pilotage du delta. Heureusement, lors de cette même période, le comportement des fonds internes a été remarquable, ce qui a permis de limiter la sous-performance. Dès le mois d'avril, ce process quantitatif a été amélioré et depuis, ses performances sont très satisfaisantes. Le groupe de placements a retrouvé en cette fin d'année ses plus hauts historiques. On notera également que les autres process quantitatifs, pilotant l'exposition aux taux d'intérêt, se sont très bien comportés. Enfin, cette période aura également montré la valeur des process convexes à base d'overlays optionnels, qui ont apporté une contribution appréciable à la performance, au moment où celle-ci en avait le plus besoin.

***PRISMA Credit Allocation Europe repose à la fois sur les savoir-faire d'Ellipsis-AM sur les marchés des convertibles, du crédit et des couvertures overlays, sur une vision top-down discrétionnaire, ainsi que sur une approche originale de l'allocation.***

## Perspectives 2021

L'année 2021 débute dans un contraste entre une conjoncture de court terme pénalisée par l'accélération de la deuxième vague de la pandémie et des perspectives de reprise rapide à moyen terme, grâce à la campagne vaccinale, à l'épargne importante des ménages qui devrait soutenir la consommation et à l'ampleur des soutiens budgétaires et monétaires. Ce contraste s'étend aussi aux différents secteurs d'activité, dont les performances promettent d'être très dispersées. C'est justement dans un tel environnement qu'une stratégie dynamique est à même d'apporter une valeur ajoutée par rapport à une gestion obligataire passive.