

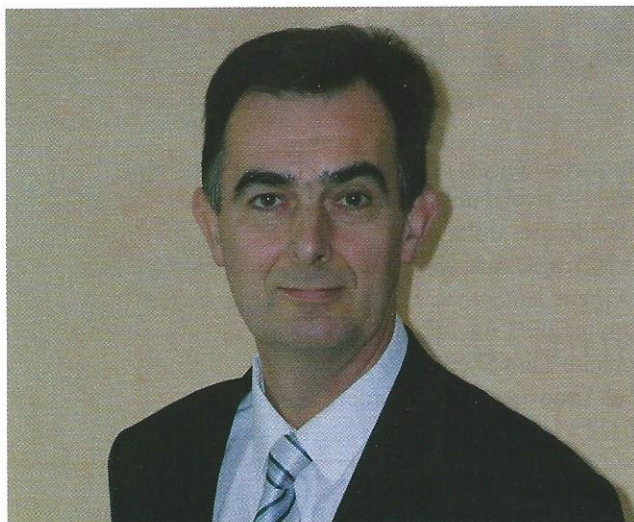
VINCENT ZELLER, RELATIONS INVESTISSEURS, AMLEAGUE : «Le vrai défi reste la diversification des actifs cotés»

Comment définissez-vous la catégorie des fonds flexibles ?

Trois définitions peuvent correspondre à la gestion flexible. Tout d'abord, elle vise à élargir les curseurs d'investissement, qu'elle s'exprime sur une ou sur plusieurs classes d'actifs. Lorsque le fonds est par exemple spécialisé dans les actions européennes, le gérant peut faire varier l'exposition à cette classe d'actifs dans une fourchette de 0 % à 100 %. Dans le cadre d'une gestion flexible multi-classes, le gérant peut arbitrer à sa guise entre actions, obligations, domestique, international, crédit, devises... Avec différents niveaux de risque.

Ensuite, on peut aussi définir la gestion flexible par opposition à la gestion benchmarkée, dans laquelle le gérant doit rester plus ou moins proche d'un indice de référence, qu'il s'agisse d'un indice simple ou d'un indice composite. En effet, dans la gestion benchmarkée, la mission du gérant consiste à surperformer son indice de référence. La gestion flexible s'oppose aussi à la gestion profilée car la promesse du fonds est de viser une performance proche de l'allocation stratégique annoncée (40 % actions, 40 % obligations et 20 % monétaire, par exemple). Ce n'est pas vraiment un benchmark, mais un profil de risque d'un ensemble de classes d'actifs à un moment donné. Et le gérant ne s'éloignera pas beaucoup de ce profil. Dans la gestion flexible, quand le gérant n'a pas de convictions fortes, il n'a guère d'échappatoire hormis le monétaire.

Et puis, troisième façon de voir



les choses, la gestion flexible se définit par son objectif qui vise à maximiser sa performance absolue sous un certain nombre de contraintes. A cet égard, la gestion en performance absolue se range dans la catégorie de la gestion flexible. Certaines contraintes de la gestion flexible peuvent devenir pénalisantes. C'est par exemple le domaine de la gestion garantie, de la gestion protégée, de la gestion par coussin : la contrainte de sécurité est extrêmement forte. Ainsi dans la gestion garantie en capital, le gérant a tellement peu de marges de manœuvre qu'il peut rarement exprimer la flexibilité. Et, dans la gestion à coussin, alors que le gérant dispose d'une flexibilité totale, si son fonds a largement surperformé le niveau garanti, en pratique, il ne va pas forcément risquer de perdre le gain intermédiaire en exposant son portefeuille à plus de risque. Par voie de conséquence, la vraie et pure gestion flexible est celle où le gérant cherche à maximiser la performance mais avec des contraintes plus souples, comme un niveau de volatilité maximum

ou une limitation du maximum drawdown en cas de forte chute des marchés.

Quel regard peut-on porter sur la gestion flexible ?

Sur cinq ans, le classement amLeague arrêté au 8 février 2016 de la gestion flexible internationale montre une performance moyenne de 8,4 %. Sur trois ans, elle s'élève à 5,3 %, soit un gain légèrement inférieur à 2 % par an. Les performances ont été très négatives au cours des deux derniers mois. Les gérants budgétisent leurs marges de manœuvre mais, pour l'instant, cette stratégie se retourne contre eux. Pour moi, la gestion flexible est la plus difficile et la plus exigeante, car le gérant dispose de toute la marge de manœuvre disponible, ce qui l'expose totalement. Et comme, contrairement à la gestion benchmarkée et à la gestion profilée, il n'a pas de position de repli sur un indice de référence, il faut qu'il assume jusqu'au bout. D'ailleurs, sur les différents univers de compétition amLeague, le multi-asset

class comporte moins de compétiteurs que sur les autres thèmes.

Comment expliquer la difficulté à réduire l'impact des baisses de marché, est-ce dû à une mauvaise diversification des risques ?

Ces gérants disposent d'outils très professionnels et ils vont le plus loin possible dans la diversification des classes d'actifs. Le problème vient, en amont, de la faible décorrélation entre les différentes classes d'actifs financières. Actions, obligations, crédit ont furieusement tendance à évoluer dans le même sens. Les vraies diversifications sont sans doute à chercher dans le private equity, l'immobilier ou dans l'or, qui a un certain comportement contre-tendanciel. Mais, souvent, les marchés financiers cotés ont tendance à dévisser ou à progresser en même temps. Le vrai défi reste la diversification des actifs cotés.

Au total, les fonds flexibles parviennent-ils à obtenir une asymétrie de performance ?

Oui, c'est bien ma conviction en tant qu'observateur, mais nous ne disposons pas encore de statistiques suffisamment longues pour le confirmer de façon irréfutable. En revanche, sur la gestion benchmarkée actions européennes, les gérants actifs créent de la valeur et de la dissymétrie, car ils arrivent à surperformer leurs benchmarks. Et, plus précisément, pendant les phases de baisse des indices actions, ils surperforment mieux que pendant les phases de hausse.