MAI 2025

Allocation d'actifs obligataires : Comment tirer parti des convictions des gérants de portefeuille ?

L'allocation d'actifs joue un rôle central dans la gestion du portefeuille car elle assure un suivi rigoureux des risques et permet de capitaliser sur des convictions. Dans un environnement de marché en constante évolution, caractérisé par des cycles économiques complexes et des niveaux de volatilité fluctuants, un cadre d'allocation approprié est essentiel pour atteindre les objectifs de performance tout en maintenant un risque maîtrisé. Il s'agit d'un outil essentiel pour naviguer efficacement sur les marchés financiers et transformer les stratégies de gestion en positions tangibles.

Au sein de la Business Unit Fixed Income de Candriam, nous proposons une large gamme de fonds avec une gestion active de conviction, mais les méthodes de construction de portefeuille existantes ont rarement été conçues spécifiquement pour ce type de fonds. Si ces méthodes sont bien adaptées aux stratégies systématiques, elles n'offrent pas la flexibilité nécessaire à la gestion discrétionnaire d'un portefeuille.

Dès lors, comment faire ? Pour répondre à cette question, nous avons développé un cadre d'allocation pratique en collaboration avec des gérants de portefeuille . Ce cadre intègre les contraintes du monde réel, permettant un positionnement actif tout en maintenant une discipline de risque. Il assure un équilibre optimal entre le contrôle des risques et les convictions d'investissement, ce qui le rend adapté à une gestion discrétionnaire active du portefeuille.

Avant d'aborder notre approche, nous présentons les méthodes d'allocation existantes, en soulignant leurs avantages respectifs et les inconvénients que nous avons cherché à surmonter. Nous montrerons ensuite un exemple de son application pratique dans le cadre de notre stratégie Euro Govies.

CANDRIAM
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

1. Tours d’horizon des méthodologies d'allocation stratégique

La construction de portefeuille est un aspect essentiel de la gestion de portefeuille, car elle détermine la manière dont les actifs sont alloués pour atteindre l'équilibre souhaité entre le risque et le rendement. S'il est essentiel de générer des signaux prédictifs précis ou de tirer parti de l'expertise des gérants, un portefeuille mal construit peut éroder l'alpha généré par ces facteurs. Par conséquent, la construction du portefeuille est aussi cruciale que de bonnes prévisions de rendement. Au fil du temps, de nombreuses méthodologies ont été développées, chacune cherchant à améliorer les approches précédentes. D'une manière générale, ces méthodes d'allocation peuvent être classées en deux catégories : les approches fondées sur le rendement et celles plus récentes fondées sur le risque. Chaque méthode présente des avantages et des limites distincts, qui seront décrits dans les sections suivantes.

a. Approches fondées sur le rendement

Ces approches sont conçues pour optimiser le compromis entre le risque et le rendement en s'appuyant sur les rendements attendus, le risque et les corrélations entre les différents actifs. Ces méthodes constituent le fondement de la théorie moderne du portefeuille, introduite pour la première fois par Harry Markowitz dans les années 1950. Parmi les autres approches bien connues fondées sur le rendement, on peut citer le modèle Black-Litterman, qui intègre les points de vue des investisseurs dans le processus d'optimisation, une méthode largement utilisée dans l'allocation d'actifs.

Principes

Les approches basées sur le rendement résolvent un problème d'optimisation qui cherche à maximiser le rendement attendu pour un niveau de risque donné ou, inversement, à minimiser le risque pour un niveau spécifique de rendement attendu. Ce processus nécessite des données telles que les rendements attendus des actifs, les variances et les covariances afin de construire un portefeuille avec la meilleure performance possible ajustée au risque. L'objectif est de s'appuyer sur des modèles prédictifs ou des prévisions d'experts pour allouer le capital de manière à générer de l'alpha tout en respectant une limite de risque pour le portefeuille.

L'approche fondée sur le rendement en un mot :

$$\begin{aligned} &\underset{\omega}{(\min)}\,\sigma(\omega) \\ &\text{u.c. } \mathrm{ER}(\omega)=\alpha \end{aligned}$$

α : rendement attendu du portefeuille cible
$\sigma(\omega)$: risque total du portefeuille

Avantages

La principale force de ces approches réside dans leur capacité à intégrer les attentes en matière de performance et à s'adapter aux stratégies d'investissement actives. Ces approches sont particulièrement adaptées aux stratégies dans lesquelles les gérants de portefeuille ont de fortes convictions sur les rendements futurs des actifs et souhaitent prendre des positions qui reflètent ces opinions.

Inconvénients

Ces approches sont très sensibles à la précision des estimations du rendement attendu et de la corrélation. La prévision des rendements comporte une incertitude inhérente, et des inexactitudes mineures dans ces données peuvent conduire à une diversification sous-optimale du portefeuille, à des baisses importantes ou à de mauvaises performances. En outre, en période de tensions sur les marchés, les corrélations entre les actifs peuvent changer brusquement, ce qui compromet l'efficacité du processus d'optimisation. En outre, ces méthodes aboutissent souvent à un portefeuille très concentré et à une rotation élevée du portefeuille.

b. Approches fondées sur les risques

Ces approches privilégient la gestion du risque par rapport à la génération de rendement, dans le cadre du processus d'allocation de portefeuille, avec pour objectif de créer des portefeuilles résistants à la volatilité du marché en équilibrant les contributions au risque des différents actifs. Contrairement aux approches fondées sur le rendement, elles ne s'appuient pas sur des prévisions de performance incertaines, mais sur des paramètres stables tels que la volatilité. L'objectif principal est de construire des portefeuilles robustes qui conservent leur stabilité dans différentes conditions de marché.

Principes

L'objectif d'une approche fondée sur le risque est de construire un portefeuille dans lequel aucun actif n'est à l'origine d'un risque global disproportionné. Pour parvenir à une allocation bien diversifiée, des budgets de risque sont attribués à chaque actif, et le portefeuille est optimisé pour aligner les contributions individuelles au risque sur ces budgets prédéfinis. Un exemple bien connu de cette méthodologie est l'approche appelée « risk parity » ou parité des risques, dans laquelle les budgets de risque sont fixés de manière égale pour tous les actifs, de sorte que chacun contribue dans la même proportion au risque total du portefeuille.

L'approche fondée sur le risque en un mot :

$$\min_{\omega} \sigma(\omega)$$
$$\text{u.c. } RC_i(\omega) = b_i$$

$\sigma(\omega)$: risque total du portefeuille
RC_i : contribution au risque de l'actif i
b_i : budget de risque de l'actif i

Avantages

La principale force des approches fondées sur le risque réside dans leur capacité à créer des portefeuilles stables et bien diversifiés, réduisant ainsi la dépendance à l'égard de prévisions de rendement incertaines. En équilibrant les contributions au risque entre les actifs, ces méthodes améliorent la résistance des portefeuilles pendant les périodes de tensions sur les marchés et contribuent à atténuer le risque de concentration. En outre, ils tendent à réduire la rotation du portefeuille, ce qui réduit les coûts de transaction.

Inconvénients

Il convient de noter que ces méthodes ne sont pas en mesure d'intégrer les points de vue des gérants, ce qui limite les possibilités de tirer parti des fortes attentes en matière de rendement. Comme ces méthodes ne prennent pas explicitement en compte les performances futures, elles peuvent être moins performantes dans les environnements où des prévisions de rendement précises sont disponibles ou lorsqu'un positionnement actif est nécessaire pour générer des rendements excédentaires. En outre, elles peuvent parfois conduire à des allocations trop prudentes, ce qui limite l'exposition aux opportunités à forte conviction.

c. Analyse critique

Nous pouvons résumer nos remarques précédentes dans le tableau suivant.

Approche	Avantages	Inconvénients
Rendement	• Facile à comprendre • Prend en compte les points de vue des gérants	• Très sensible aux erreurs d'estimation • Nécessite des hypothèses précises sur les rendements futurs • Peut conduire à des portefeuilles peu diversifiés
Risque	• Se concentre sur la répartition des risques • Génère des portefeuilles robustes	• N'intègre pas les points de vue des gérants • Non aligné sur la gestion des fonds avec gestion active vis à vis d'un indice de référence • Peut être trop conservateur

Comme nous l'avons souligné plus haut, chaque méthode a ses propres forces et ses faiblesses. Cependant, le principal défi est qu'aucune de ces approches n'est, à elle seule, totalement pratique ou suffisante pour répondre aux exigences complexes et réelles de la gestion active et discrétionnaire d'un portefeuille Les méthodes fondées sur le risque offrent une stabilité et une diversification solides, mais manquent de souplesse pour intégrer des vues de marché de conviction. À l'inverse, les méthodes fondées sur le rendement permettent de tirer parti des attentes en matière de performance, mais sont très sensibles aux erreurs d'estimation, ce qui les rend peu fiables sur des marchés volatils.

Pour remédier à ces lacunes, Candriam a mis au point un cadre d'allocation exclusif qui comble le fossé entre la théorie et la pratique. Notre approche combine la stabilité et la résilience des méthodologies basées sur le risque avec l'adaptabilité et la conviction des stratégies basées sur le rendement. Ce cadre hybride est parfaitement conçu pour répondre aux besoins pratiques de nos gérants de portefeuilles obligataires, leur permettant de construire des portefeuilles actifs qui sont non seulement robustes et bien diversifiés, mais aussi alignés sur leurs convictions d'investissement et leurs objectifs de performance.

2. Budgétisation active du risque

Chez Candriam, les convictions guident les décisions, mais il est tout aussi crucial de les mettre en œuvre de manière concrète. Pour s'assurer que les opinions en matière d'investissement se traduisent par un positionnement efficace du portefeuille, nous avons entrepris de concevoir une méthode d'allocation qui permette aux gérants de prendre des positions actives tout en garantissant un cadre de risque structuré et discipliné. Comme indiqué précédemment, la littérature existante ne propose pas de méthode d'allocation robuste directement adaptée à la gestion active discrétionnaire de portefeuille. La plupart des modèles sont soit trop rigides pour l'investissement actif, soit trop dépendants d'estimations de rendement précises, ce qui les rend très difficiles à appliquer directement dans la pratique.

a. Caractéristiques souhaitées

Pour définir ce à quoi devrait ressembler un cadre véritablement efficace pour la gestion active, nous avons travaillé en étroite collaboration avec les gérants afin d'identifier les propriétés clés dont notre modèle d'allocation active avait besoin. L'objectif était clair : construire un cadre qui trouve le bon équilibre, offrant la flexibilité de prendre des positions actives tout en maintenant une discipline de risque rigoureuse.

Un principe clé qui sous-tend ce cadre est l'indépendance des convictions et de la mise en œuvre. Une vision de l'investissement - qu'elle soit fondamentale ou quantitative - ne doit pas être limitée par les mécanismes d'allocation. Les gérants de portefeuille doivent pouvoir développer et exprimer leurs points de vue librement et indépendamment du cadre d'allocation.

Deuxièmement, le cadre devait combiner une approche ***top-down* de budgétisation du risque avec une flexibilité d'allocation bottom-up**. Une répartition structurée des risques garantit la stabilité et la diversification, mais une véritable gestion active requiert la capacité d'ajuster les positions de manière dynamique en fonction des opportunités du marché. Sans cette flexibilité, un modèle risque d'être détaché des réalités de l'investissement discrétionnaire.

Une troisième exigence essentielle était de surmonter les limites des approches traditionnelles fondées sur le rendement et de fournir un moyen robuste d'**intégrer les convictions des gérants**, qu'elles soient positives ou négatives. Au lieu de leur demander d'estimer avec précision les rendements attendus, le modèle doit leur permettre d'exprimer un degré de conviction - fort, modéré ou faible - sans exiger de prévisions numériques exactes. Cela renforce l'intuitivité du cadre et son adaptabilité à la gestion discrétionnaire dans le monde réel.

La budgétisation active des risques en un mot :

$$\min_{\omega} \sigma(\omega)$$

$$\text{u.c. } RC_i(\omega) = b_i$$

$$\omega_i = f(\text{conviction}_i)$$

$\sigma(\omega)$: risque total du portefeuille

RC_i: contribution au risque de l'actif i

b_i: budget de risque de l'actif i

Enfin, le cadre devait être **pratique et intuitif**. Le processus d'allocation doit être transparent, facile à comprendre et robuste dans différentes conditions de marché. Si un modèle est trop théorique, trop fragile ou trop dépendant d'intrants peu fiables, il ne pourra pas, en fin de compte, remplir son rôle dans la gestion réelle d'un portefeuille.

b. Notre modèle

Le défi consistait à développer une méthodologie d'allocation qui intègre ces propriétés clés tout en garantissant la robustesse. Pour ce faire, nous nous sommes appuyés sur la stabilité et la discipline des approches fondées sur le risque, en choisissant de structurer notre cadre autour de la budgétisation des risques. Pour rappel, cette méthode consiste à fixer des budgets de risque pour chaque actif et à construire un portefeuille où la contribution au risque de chaque actif s'aligne sur son budget prédéfini. Cela permet de garantir une allocation équilibrée et contrôlée.

Cependant, les modèles standard de budgétisation des risques n'intègrent pas naturellement les convictions des gérants, une condition essentielle pour une gestion active discrétionnaire. Notre recherche s'est attachée à surmonter cette limitation en développant une méthode qui permet aux convictions d'influencer directement la pondération des actifs sans déstabiliser le cadre de la budgétisation des risques. Après des recherches approfondies et de tests de plusieurs modèles, nous sommes parvenus à une approche qui préserve la structure de l'allocation de la budgétisation des risques tout en garantissant que les points de vue des gérants influencent directement la pondération des actifs. Nous avons étudié avec soin l'impact des convictions sur les allocations afin de nous assurer que le processus reste rigoureux et robuste, ce qui rend le modèle final à la fois adaptable et fiable dans les conditions du monde réel.

Outre les caractéristiques clés décrites ci-dessus, le cadre apporte également une dimension supplémentaire : la « scalabilité » des stratégies. En effet, il présente l'avantage de pouvoir s'adapter à différentes classes d'actifs et à différents styles de gestion de portefeuille, qu'il s'agisse de stratégies obligataires, d'actions ou multi-actifs, et convient à la fois aux approches discrétionnaires et systématiques impliquant des transactions « *Long-Only* » ou « *Long-Short* ». Cette scalabilité garantit que la méthodologie d'allocation reste pertinente dans des environnements de marché différents, en fournissant un cadre cohérent et robuste qui peut être adapté à différents contextes d'investissement sans perdre son intégrité structurelle.

En établissant ces principes clés, nous avons développé un cadre d'allocation robuste et flexible qui est entièrement aligné sur l'approche de Candriam en matière de gestion active de

portefeuille. Conçu pour équilibrer une budgétisation du risque de type « top-down » avec une flexibilité « *bottom-up* », il garantit que les convictions d'investissement restent indépendantes de leur mise en œuvre tout en intégrant les points de vue des gérants d'une manière structurée et contrôlée. Ce cadre combine les avantages structurels de la budgétisation des risques et la capacité d'adaptation de l'allocation fondée sur les convictions, ce qui permet aux gérants d'exprimer de manière dynamique leurs opinions sur le marché tout en maintenant un contrôle rigoureux des risques. Nous avons ainsi créé un modèle évolutif et résistant qui permet de prendre des décisions discrétionnaires et de s'adapter de manière transparente à l'évolution des conditions du marché.

Dans la section suivante, nous passerons de la théorie à la pratique, en illustrant la manière dont ce cadre est appliqué à l'univers de notre stratégie « Euro Govies ». Cet exemple concret illustre comment notre approche concilie intelligemment budgétisation du risque et convictions de gestion, pour une allocation à la fois stable et pleinement axée sur la performance

3. Application aux stratégies benchmarkées

Notre cadre de budgétisation active du risque est conçu pour être polyvalent et adaptable, de sorte qu'il peut être appliqué à un large éventail de stratégies d'investissement, du rendement absolu à la gestion de portefeuille benchmarkée. Comme notre cadre a d'abord été utilisé par les gérants de portefeuille de nos stratégies benchmarkées, nous illustrerons ci-dessous son application pratique à l'univers des Euro Govies, qui représente un large éventail de nos stratégies obligataires.

a. La gestion de portefeuille benchmarkée chez Candriam

1. Processus d'investissement

L'expertise principale de Candriam réside dans la gestion active de portefeuille par rapport à un indice de référence. Dans ce type de fonds, l'objectif n'est pas seulement de suivre un indice mais aussi de générer une surperformance tout en maintenant un contrôle discipliné du risque. Pour que cette approche soit couronnée de succès, il faut trouver le bon équilibre : être suffisamment actif pour générer de l'alpha tout en garantissant une approche structurée et mesurée de la prise de risque.

Pour générer une surperformance constante, les gérants de portefeuille de Candriam s'appuient sur un processus d'investissement structuré et bien défini qui garantit que chaque décision active est délibérée, contrôlée en termes de risque et alignée sur les objectifs de performance. La gestion de portefeuille chez Candriam ne consiste pas à prendre des positions isolées, mais à répartir stratégiquement les risques et à s'assurer que chaque position contribue de manière significative à la performance à long terme.

L'un des principaux défis de la gestion active benchmarkée est de définir et de gérer le risque tout en permettant une flexibilité suffisante pour tirer parti des opportunités du marché. Dans ce contexte, la tracking error (TE) joue un rôle central, car elle quantifie l'écart du portefeuille par rapport à l'indice de référence. Cependant, le risque n'est pas seulement une contrainte, c'est un outil qui permet de générer de la surperformance. Lorsqu'elle est correctement allouée, elle permet aux gérants d'exprimer leurs convictions les plus fortes de manière structurée et disciplinée, en veillant à ce que chaque position active apporte une contribution significative aux rendements du portefeuille.

2. Regroupement des stratégies

Pour bien répartir les risques et exprimer leurs convictions, les gérants de Candriam définissent une segmentation claire de l'univers d'investissement. Plutôt que de traiter les actifs ou les types d'opérations comme une liste statique, ils les regroupent en groupes indépendants, chacun représentant une exposition distincte au marché. Ce regroupement de types de trade ou de stratégies fortement corrélées reflète la manière dont ils analysent naturellement les marchés, structurent leurs décisions d'investissement et mettent en œuvre le positionnement de leurs portefeuilles. Il garantit que chaque décision est prise dans un cadre clair et cohérent, ce qui permet de prendre en compte tous les facteurs de performance pertinents tout en maintenant la cohérence financière.

C'est précisément là qu'intervient notre cadre de budgétisation active du risque. En effet, notre cadre s'intègre parfaitement dans le processus d'investissement de Candriam, améliorant l'allocation stratégique des risques tout en maintenant une flexibilité tactique. Il se compose de deux étapes clés :

- **Budgétisation *top-down* du risque :** Au plus haut niveau, les budgets de risque sont répartis stratégiquement entre les différents « clusters » d'actifs, ce qui garantit que le risque est distribué en fonction des objectifs du portefeuille et des conditions du marché. Cette allocation structurée fournit une base stable pour la construction du portefeuille et garantit qu'aucune exposition unique ne domine le profil de risque global.
- **Positionnement tactique *bottom-up* :** Au sein de chaque « cluster », les gérants expriment leurs convictions de marché au niveau des stratégies. Ils ajustent les positions individuellement, en s'appuyant sur l'analyse fondamentale, les perspectives macroéconomiques et les signaux quantitatifs, garantissant ainsi que les paris actifs restent réfléchis, bien calibrés et en cohérence avec le cadre de risque global du portefeuille

En appliquant cette approche structurée, les portefeuilles benchmarkés de Candriam bénéficient d'un cadre discipliné mais adaptable qui garantit une allocation efficace des risques, une saisie efficace des opportunités et une performance constamment alignée sur les objectifs d'investissement. Dans la section suivante, nous illustrons comment cette approche structurée mais flexible permet d'adapter notre cadre d'investissement à différents univers obligataires.

3. Notre gamme de fonds d'obligations gouvernementale

L'expertise de Candriam en matière de titres obligataires couvre plusieurs univers d'investissement avec une large gamme de fonds, allant des obligations d'État en euros à des univers plus larges tels qu'un univers obligataire mondial diversifié (aggregate). Cette diversité nous a obligés à développer un cadre d'investissement à la fois scalable et adaptable qui nous permet d'ajuster de manière transparente la construction du portefeuille au fur et à mesure que les univers d'investissement s'élargissent.

Au cœur de cette flexibilité se trouve notre cadre fondé sur les clusters, qui offre une méthode structurée mais modulaire de gestion des risques et de l'exposition au marché. Plutôt que de traiter chaque univers comme une entité indépendante, nous nous appuyons sur les regroupements existants, en veillant à ce que l'extension d'un univers plus étroit à un univers plus large soit un prolongement naturel et cohérent de la même méthodologie.

Par exemple, en ajoutant simplement deux clusters supplémentaires - le crédit Investment Grade et les actifs risqués (High Yield et Dette émergente) - à l'univers existant des Euro Govies, nous passons d'un univers Euro Govies à un univers Euro Aggregate (voir le tableau ci-dessous). Cette approche modulaire garantit qu'au fur et à mesure que les univers d'investissement se développent, notre cadre reste structuré mais adaptable. Le passage à un univers Euro Aggregate Core + ou même un univers mondiale Aggregate ne nécessite pas de changement fondamental, mais seulement l'intégration de groupes supplémentaires pour refléter un champ d'investissement plus large.

		Pays Développés	Pays Emergents Pays Développés	**Devises**
	Investment Grade	Investment Grade	Investment Grade	**Crédit**
	High Yield & Dette émergente	High Yield & Dette émergente	High Yield & Dette émergente	
Point mort d'Inflation	Point mort d'Inflation	Point mort d'Inflation	Point mort d'Inflation	**Obligations Gouverne-mentales**
Obligations souveraines, supranationales et d'agences	Obligations souveraines, supranationales et d'agences	Obligations souveraines, supranationales et d'agences	Obligations souveraines, supranationales et d'agences	
Valeur relative sur les taux d'intérêt	Valeur relative sur les taux d'intérêt	Valeur relative sur les taux d'intérêt	Valeur relative sur les taux d'intérêt	
Courbe	Courbe	Courbe	Courbe	
Duration	Duration	Duration	Duration	
Euro Govies	**Euro Aggregate**	**Euro Aggregate Core +**	**Global Aggregate**	

Comme indiqué ci-dessus, Candriam propose une large gamme de fonds, dont certains appartiennent au même univers d'investissement. Cependant, chaque fonds a ses propres spécificités, objectifs, contraintes (telles que la tolérance au risque ou les critères ESG) et processus d'investissement. Un autre facteur clé de différenciation est la répartition des budgets de risque entre les groupes, qui doit être adaptée à la stratégie et au mandat du fonds.

Notre cadre répond pleinement à ce besoin, en permettant des ajustements dynamiques du budget de risque adaptés à l'univers d'investissement et aux contraintes de chaque fonds. Cela garantit que la construction du portefeuille reste cohérente et adaptable, tout en respectant le cadre de risque et les objectifs stratégiques de chaque fonds.

b. Cas d'utilisation : Stratégie obligations Euro Govies

4. Univers de la stratégie

L'univers d'investissement de la stratégie Euro Govies consiste en une sélection diversifiée et soigneusement structurée d'actifs obligataires ou de trades (stratégies) qui peuvent être classés de la manière suivante (quelque peu explicite[1]) :

Univers	EU_Core_2Y EU_Core_5Y EU_Core_10Y EU_Core_30Y EU_Non_Core_10Y EU_Agencies-Supra EU_Foreign_Sovereign Breakeven_EU

Il est important de souligner que ces stratégies peuvent impliquer un seul actif ou une combinaison de plusieurs actifs, en fonction de l'objectif d'investissement. Par exemple, une opération "Steepener" porte généralement sur deux obligations (une obligation à court terme à l'achat, une obligation à long terme à la vente) et exprime un point de vue sur la pentification de la courbe des taux.

1 - Par exemple, "EU_Core_2Y" signifie "long a 2y govies bond form a core country".

Afin de répartir efficacement les risques comme décrit dans la section précédente, cet univers est segmenté en groupes indépendants de stratégies. Cette segmentation est cohérente avec la manière dont nos gérants structurent leur prise de décision, permettant à la fois une budgétisation stratégique du risque et un positionnement tactique. Nous présentons ci-dessous un exemple de cette procédure de regroupement :

Cluster	Stratégies
Duration	EU_Core_2Y EU_Core_5Y EU_Core_10Y EU_Core_30Y EU_Non_Core_10Y
Valeur relative sur les taux d'intérêt	Spread_EU_Core Spread_EU_Non_Core
Courbe	5Y-2Y_EU 10Y-2Y_EU 30Y-10Y_EU
Obligations souveraines, supranationales et d'agences	EU_Agencies-Supra EU_Foreign_Sov
Point mort d'inflation	BEI_EU

5. Gestion du risque

Dans l'exemple suivant, avec une stratégie Euro Govies, nous avons appliqué une tracking error maximale de 3 %. Ce seuil vise à concilier positionnement actif et discipliné vis-à-vis du benchmark : les gérants disposent de la flexibilité nécessaire pour capter des opportunités d'alpha, tout en restant dans un cadre structuré limitant les déviations excessives par rapport à l'indice de référence. Cette tracking error est ensuite répartie entre les différents clusters afin d'assurer une allocation du risque cohérente avec les objectifs de la stratégie, tout en maintenant une exposition équilibrée et maîtrisée. Vous trouverez ci-dessous un rappel de la répartition du risque par cluster pour une stratégie Euro Govies :

Clusters	Budget de risque
Duration	50 %
Valeur relative sur les taux d'intérêt	15 %
Courbe	15 %
Obligations souveraines, supranationales et d'agences (SSA)	10 %
Point mort d'inflation	10 %

6. Convictions

Avec un solide cadre d'allocation du risque en place, la prochaine étape cruciale consiste à donner vie aux convictions d'investissement, en transformant les informations sur le marché en positions décisives qui stimulent la performance.

Au sein de chaque cluster, les gérants attribuent un niveau de conviction - positif ou négatif - à chaque stratégie. Une conviction positive reflète la confiance dans la surperformance de la stratégie sous-jacente, tandis qu'une conviction négative indique une attente de sous-performance.

Si ces convictions peuvent être exprimées sous la forme d'un score continu, leur traduction en position dans un portefeuille nécessite un cadre structuré et pratique. Une approche purement numérique peut parfois introduire une complexité inutile et une sensibilité à des variations mineures de points de vue, ce qui peut ne pas être justifié dans des environnements de marché volatils. Au lieu de cela, nous avons opté pour une échelle discrète qui apporte à la fois clarté et robustesse, garantissant que les décisions d'investissement restent disciplinées et reproductibles.

Chez Candriam, nous nous appuyons sur une échelle de conviction à trois niveaux - faible, moyen et élevé - qui permet aux gérants d'exprimer leur point de vue de manière simple, cohérente et efficace. Cette échelle garantit que les idées à forte conviction reçoivent des allocations plus importantes, tandis que les stratégies à faible conviction sont proportionnellement moins risquées. L'approche structurée améliore également la transparence, facilitant la communication et l'ajustement dynamique des positions en fonction de l'évolution des conditions du marché.

Nous présentons ci-dessous des exemples concrets de la manière dont ces convictions façonnent un positionnement ciblé dans l'univers Euro Govies, démontrant ainsi que le jugement d'un expert se traduit par des décisions d'investissement exploitables.

Stratégies	Conviction du gérant
EU_Core_2Y	Neutre
EU_Core_5Y	Forte
EU_Core_10Y	Neutre
EU_Core_30Y	Neutre
EU_Non_Core_10Y	Modérée
5Y-2Y_EU	Neutre
10Y-2Y_EU	Forte
30Y-10Y_EU	Neutre
Spread_EU_Core	Neutre
Spread_EU_Non_Core	Modérée
EU_Agencies-Supra	Neutre
EU_Foreign_Sov	Forte
BEI_EU_10Y	Forte

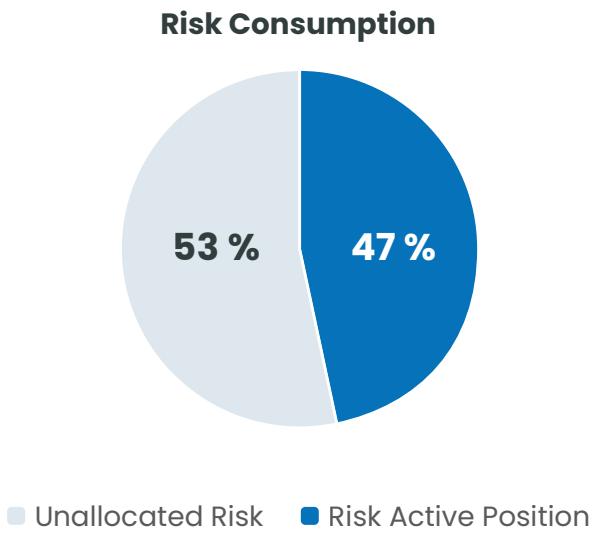
7. Allocation d'actifs

Nous disposons à présent de tous les ingrédients nécessaires pour appliquer notre approche de budgétisation active du risque. Tout ce dont nous avons besoin, c'est d'une estimation robuste des corrélations et des volatilités. Pour ce faire, nous utilisons une méthodologie propriétaire conçue pour rester résistante même dans des environnements de marché volatils.

Le graphique ci-dessous montre l'allocation d'actifs qui en résulte, c'est-à-dire la manière dont le risque est réparti dans le portefeuille sur la base des budgets de risque prédéfinis et des convictions d'investissement :

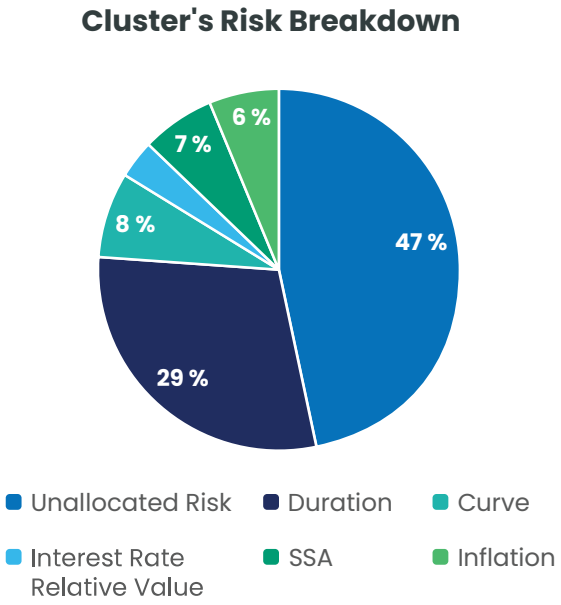
3 - Plusieurs méthodes d'estimation ont été testées

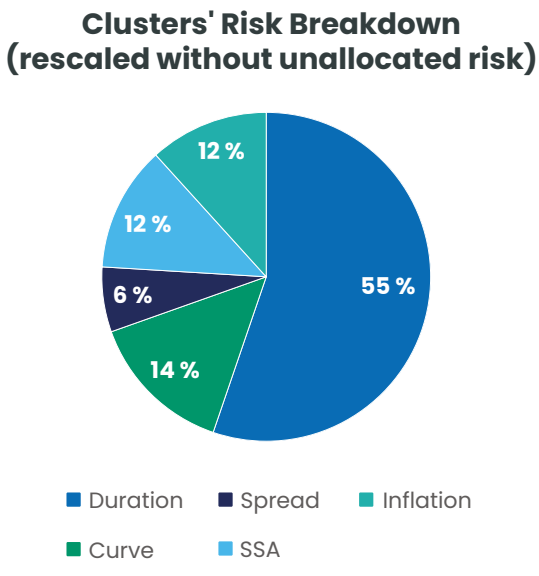
Principales observations :



- **Risque non alloué :** cela correspond à des stratégies avec des convictions neutres, 47 % dans notre exemple spécifique impliquant une tracking error consommée de 1,59 % des 3 % autorisés par la contrainte. Ce risque non alloué laisse une certaine flexibilité pour ajuster les positions et augmenter l'exposition à l'avenir si les convictions se renforcent au fur et à mesure que les marchés évoluent.

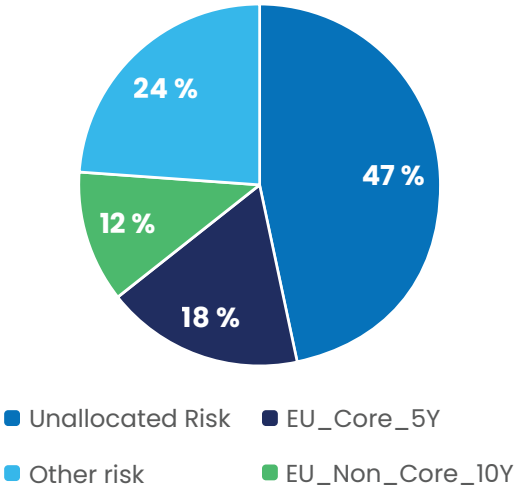
- **Distribution des risques entre les clusters :** Comme on pouvait s'y attendre, les clusters dont les budgets de risque sont plus élevés consomment plus de risques, même si les conviction au sein du cluster sont faibles. Ceci est cohérent avec notre processus d'allocation top-down, où le risque est réparti proportionnellement en fonction de l'importance stratégique et des objectifs du fonds.



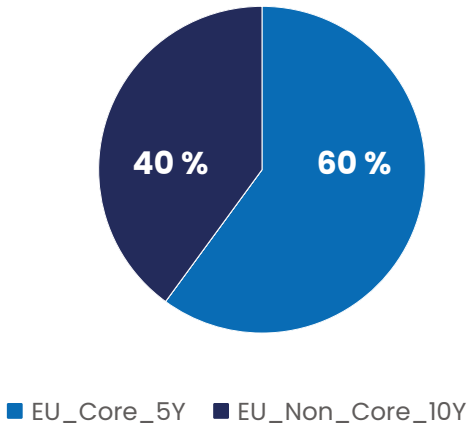


- **Répartition des risques au sein des clusters :** nous observons qu'au sein de chaque cluster, les stratégies ayant les convictions les plus fortes consomment plus de risque, ce qui confirme que notre cadre traduit efficacement les opinions d'investissement en une prise de risque mesurée. Notre consommation de risques dans le cluster « duration » est alimentée à 60 % par des positions à forte conviction et à 40 % par des positions à conviction modérée. Comme les positions neutres ne comportent aucun risque, elles n'apparaissent pas sur le graphique.

Risk Breakdown detailed by Strategy in Duration Cluster



Risk Breakdown within Duration Cluster



Méthodologie hybride propriétaire pour renforcer la résilience des portefeuilles obligataire

Chez Candriam, au sein de la business unit Fixed Income, nous avons développé une méthodologie d'allocation propriétaire, hybride et innovante qui intègre les points forts des approches d'allocation de portefeuille existantes tout en tenant compte de certaines de leurs limites. Fondée sur le risque, notre approche équilibre rigoureusement les contributions au risque afin de renforcer la résilience du portefeuille face aux fluctuations du marché.

L'une de ses principales innovations est la manière dont il intègre les convictions en matière d'investissement. Nous avons surpassé les approches traditionnelles fondées sur le rendement, qui sont très sensibles aux rendements attendus, en traduisant les points de vue des gérants d'une manière structurée et solide, sans exiger de prévisions de rendement précises. Cela garantit une plus grande stabilité, fiabilité et adaptabilité dans des environnements de marché dynamiques.

Conçue pour une application pratique, cette méthodologie s'intègre parfaitement dans le processus d'investissement obligataire de Candriam, comme le démontre sa mise en œuvre réussie dans l'univers Euro Govies. En outre, sa scalabilité lui permet de s'appliquer à toutes nos stratégies obligataire, qu'elles soient benchmarkées ou à performance absolu. Raison pour laquelle ce modèle à vocation à devenir notre méthodologie unique pour la construction stratégique de tous nos portefeuilles obligataires.

Ce document est une communication publicitaire. Il est fourni à titre d'information uniquement et il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni une recommandation d'investissement ou la confirmation d'un quelconque type de transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne avec soin les données et les sources contenues dans ce document, des erreurs ou omissions ne peuvent être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de toute perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment, le contenu de ce document ne peut être reproduit sans autorisation écrite préalable.

Attention : Les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne préjugent pas des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

L'investisseur supporte un risque de perte en capital.

Informations sur les aspects liés à la durabilité: Les informations sur les aspects liés à la durabilité contenues dans cette communication sont disponibles sur la page du site internet de Candriam https://www.candriam.com/en/professional/sfdr/.