



PATRIMOINE

Le portefeuille 60/40 est mort, vive le 50/30/20 !

Standard implicite des mandats « équilibrés », le portefeuille 60/40 est l'enfant d'un monde de taux bas et d'inflation maîtrisée. Dans un régime plus heurté, l'ajout d'un troisième moteur – les actifs alternatifs – fait émerger des portefeuilles 50/30/20 plus diversifiés et potentiellement plus résilients.

Amaury Demarta, président fondateur Millenium Gestion Privée

Pendant près de quarante ans, le portefeuille 60/40 – 60 % actions, 40 % obligations – s'est imposé comme le standard implicite de la gestion patrimoniale. Les études historiques menées par le CFA Institute ou par de grands gérants globaux montrent qu'entre 1990 et 2020, ce simple couple actions/obligations a permis de délivrer des rendements réels attractifs, avec une volatilité nettement inférieure à celle des actions seules. Autrement dit, pour un investisseur privé, le « contrat » semblait rempli : une construction lisible, industrialisable et robuste sur la durée.

“

Ce n'est pas la formule 50/30/20 en soi qui est vertueuse, c'est le fait d'ajouter une troisième source de rendement

Ce bilan flatteur masque toutefois un point clé : le succès du 60/40 est d'abord le produit d'un régime de marché très particulier, marqué par la désinflation, la baisse tendancielle des taux et une corrélation généralement faible entre actions et obligations. Les travaux récents montrent que ce régime est en train de muter. Les obligations ne jouent

plus systématiquement leur rôle de contre-poids, et la simple diversification à deux dimensions apparaît moins protectrice dans un monde où les chocs d'inflation, de taux et de géopolitique se multiplient.

Dans ce contexte, l'idée d'un portefeuille 50/30/20 – 50 % actions, 30 % obligations, 20 % d'actifs alternatifs – n'est pas un slogan de plus, mais la traduction opérationnelle d'un diagnostic largement documenté : pour retrouver de la résilience, il faut ajouter une véritable troisième source de risque et de rendement.

Ce que l'histoire dit – et ne dit plus – du portefeuille 60/40

La théorie moderne du portefeuille, formalisée par Markowitz en 1952, justifie la combinaison d'actifs risqués et moins risqués pour optimiser le couple rendement/risque. En pratique, la plupart des allocations « équilibrées » se sont construites autour du duo actions/obligations, le 60/40 étant devenu un compromis entre croissance et prudence. Les études historiques montrent que ce compromis a très bien fonctionné tant que trois conditions étaient réunies : inflation maîtrisée, banques centrales crédibles, corrélation actions/obligations faible ou négative. À chaque choc boursier majeur – 1987, 2000, 2008 – la composante obligataire a amorti la chute en profitant de la baisse des taux.

La décennie récente a mis en lumière les limites de ce schéma. Sur la période 2021-2023, la corrélation entre actions et obligations est redevenue nettement positive. Les portefeuilles mixtes se sont alors comportés comme des portefeuilles actions « dilués » : pertes à deux chiffres sans réelle compensation obligataire. Autrement dit, la brique obligataire ne joue plus systématiquement son rôle d'assurance.

Pourquoi un portefeuille 50/30/20 est-il cohérent ?

Le raisonnement derrière le portefeuille 50/30/20 est simple : si la diversification à deux dimensions (actions/obligations) ne suffit plus, il faut ajouter une troisième source de risque et de rendement qui réagit différemment aux chocs macro-financiers. Ramener la poche obligataire de 40 à 30 % revient à reconnaître que, dans un monde plus inflationniste, la duration longue n'est plus un actif de couverture universel. Cette réduction libère de la place pour une troisième jambe : 20 % d'actifs alternatifs dont les moteurs de performance sont en partie distincts de ceux des marchés cotés.

Dans sa note « Know your Alternatives », J.P. Morgan AM illustre cette logique en construisant des portefeuilles où une poche de 20 % d'alternatifs – répartie à parts égales entre hedge funds, immobilier et private equity – est financée par une baisse simultanée des actions et des obligations. Sur la période 1998-2024, ces portefeuilles se situent systématiquement au-dessus des portefeuilles purement actions/obligations sur le diagramme rendement/volatilité : pour un niveau de risque donné, le rendement est plus élevé.

BlackRock, dans plusieurs travaux sur le rôle des actifs privés, aboutit à des conclusions similaires. En partant d'un portefeuille classique 50/50, puis en retirant dix points sur les actions et dix points sur les obligations pour financer 20 % d'alternatifs, les auteurs montrent que la contribution au risque est mieux répartie et que le ratio rendement/risque s'améliore sur longue période.

La philosophie est claire : ce n'est pas la formule 50/30/20 en soi qui est vertueuse, c'est le fait d'ajouter une troisième source de rendement – un bloc d'alternatifs diversifiés combinant private equity, crédit privé,

actifs réels et hedge funds – qui ne réagit pas exactement comme les actions cotées ou les obligations.

Comment traduire le portefeuille 50/30/20 dans la pratique d'une allocation

La force du 60/40 a toujours été sa simplicité. Pour qu'un 50/30/20 soit adoptable par les clients privés, il doit rester lisible. Les 50 % actions peuvent être construits à partir d'ETF globaux, complétés de quelques biais assumés (qualité, dividendes, faible volatilité, sectoriels, géographiques) pour limiter la concentration sur une poignée de valeurs de croissance. Les 30 % obligations doivent être repensés comme une brique de stabilisation active : combiner souverains de durée raisonnable, crédit investment grade et high yield et, selon le cas, fonds obligataires flexibles capables d'ajuster rapidement l'exposition au risque de taux. L'objectif n'est plus de « remplir » mécaniquement 40 % du portefeuille avec des obligations longues, mais de mobiliser 30 % dans une logique de gestion de risque. Les 20 % alternatifs, enfin, sont la partie la plus exigeante mais aussi la plus différenciante. Ce sont ces briques qui créent de la « convexité » dans le portefeuille, en amortissant certains chocs sans renoncer au potentiel de performance de long terme.

Cette poche pourrait inclure les classes d'actifs suivants :

→ **Private equity** : brique la plus rémunératrice sur longue période, mais aussi la

plus illiquide. On y trouve principalement des stratégies buyout et growth, parfois du venture, via des fonds ou des fonds de fonds.

→ **Crédit privé** : il permet de capter des primes de crédit moins accessibles sur les marchés cotés, avec une rémunération souvent attractive dans un environnement de taux plus élevés. Il joue un rôle de portage et de diversification par rapport aux obligations liquides.

→ **Actifs réels** : immobilier et infrastructures. Core, value-add ou opportunistes, via fonds non cotés, club deals. Ils offrent un couple rendement/revenu intéressant, une certaine protection contre l'inflation et une corrélation imparfaite avec les marchés cotés.

→ **Hedge funds diversifiants** : stratégies long/short, market neutral, relative value ou macro. L'objectif n'est pas de faire « mieux qu'un indice actions », mais de délivrer des rendements décorrélés ou faiblement corrélés, avec une volatilité maîtrisée.

La répartition des 20 % pourrait être la suivante : 10 % de private equity, 3 % de crédit privé, 3 % d'immobilier et d'infrastructures, 4 % de hedge funds. Cette architecture est cohérente avec les modèles présentés par J.P. Morgan et BlackRock, et avec les exercices d'allocation stratégique menés en Europe, qui aboutissent souvent à des poches de 15 à 25 % d'actifs réels.

Quelles conséquences pour le métier de gérant privé ?

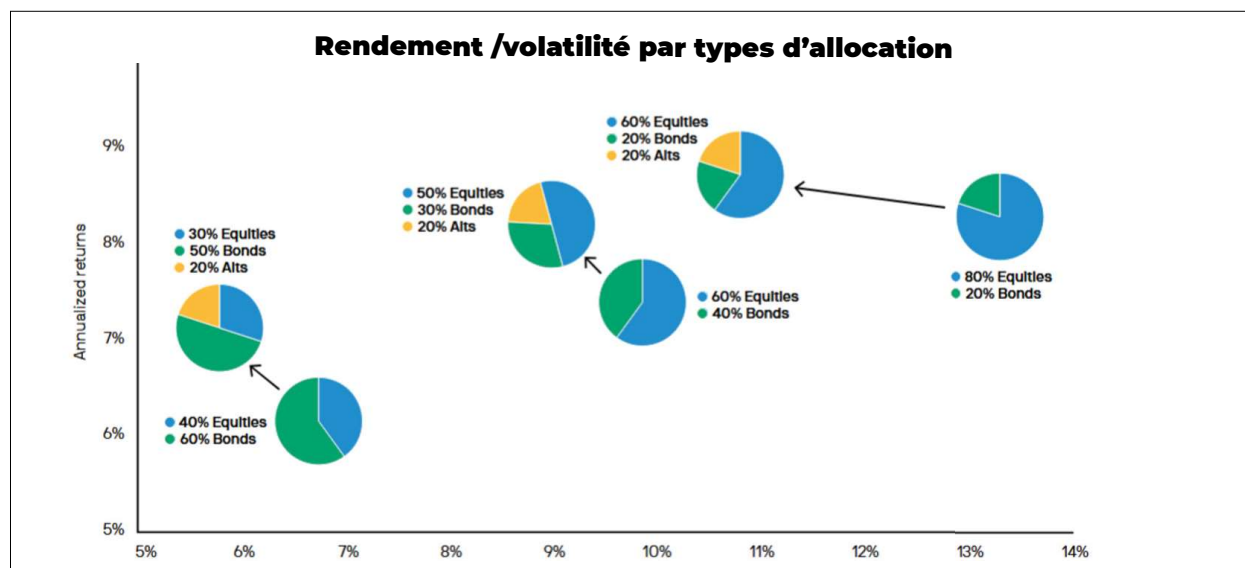
Passer d'un portefeuille 60/40 à un

50/30/20 n'est pas seulement déplacer des curseurs dans un tableau. C'est accepter une gestion plus riche en termes de sélection, de monitoring et de pédagogie.

Sur le plan opérationnel, l'introduction d'alternatifs diversifiés suppose de définir des plafonds d'illiquidité cohérents avec l'horizon du client, de sélectionner des gérants de private equity, de crédit privé, d'immobilier, d'infrastructures et de hedge funds avec une véritable discipline de due diligence, et d'articuler cette poche avec les contraintes réglementaires (MIFID, DDA, assurance vie, statut d'investisseur averti, AIFM, etc.).

Pour le multi-family office, ce mouvement est aussi une opportunité : celle de démontrer une vraie valeur ajoutée dans la sélection des gérants, la construction d'un calendrier de souscriptions pour lisser la J-curve du private equity, le pilotage dynamique de la partie liquide autour d'un socle alternatif plutôt stable, et enfin la mise en place d'un reporting consolidé qui fasse apparaître la contribution exacte de la poche alternatifs au couple rendement/risque global.

Dans ce nouveau régime, le 50/30/20 ne doit pas être vu comme un slogan marketing, mais comme un cadre de réflexion pragmatique : moitié du portefeuille dédiée à la croissance, un tiers à la stabilisation, un cinquième à des moteurs de performance peu corrélés. Pour l'investisseur accompagné, c'est une manière crédible de concilier ce que cherchent les clients de la gestion de fortune : de la performance, mais aussi de la résilience, dans un monde où les chocs deviennent la norme plus que l'exception. ■



Source : J.P. Morgan AM



MARCHÉS DE TAUX

Obligations : comment rester dans la course sans se brûler les ailes ?

Alors que l'on entend fréquemment que les taux devraient baisser aux États-Unis et potentiellement également en Europe, et compte tenu des performances réalisées sur la période récente, un investisseur privé peut légitimement s'interroger sur le potentiel offert par les marchés obligataires. Dans cette chronique, nous nous proposons de faire le point sur ces marchés et d'avancer quelques clés de réflexion et pistes d'investissement.

Joëlle Harb, directrice de la gestion obligataire chez Amplegest

Dans la mesure où les taux ne constituent pas un ensemble homogène, il apparaît essentiel d'analyser les dynamiques propres à chacune des composantes des marchés obligataires. Les taux souverains, comme les coûts d'emprunt des entreprises dans les différentes zones économiques, peuvent présenter des niveaux contrastés et évoluer selon des trajectoires souvent indépendantes, et parfois divergentes, de celles des taux directeurs fixés par les banques centrales.



Un retour aux conditions exceptionnelles de la décennie 2010-2020 apparaît hautement improbable

Les taux directeurs : la boussole monétaire de court terme

Les taux directeurs demeurent la pierre angulaire des politiques monétaires. À l'automne 2025, les signaux les concernant sont bien plus nuancés que ne le suggère le narratif souvent repris de « baisse imminente ».

Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) a amorcé un cycle d'assouplissement monétaire, mais les attentes d'un recul rapide et marqué des taux se sont pour l'instant dissipées. En zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) se trouve en revanche plus avancée dans son mouvement de détente, portée par un environnement de croissance et d'inflation sensiblement différent.

S'il reste raisonnable d'anticiper une poursuite de l'assouplissement monétaire, il est nettement plus hasardeux de miser sur une baisse rapide et importante des taux. Autrement dit, un retour aux conditions exceptionnelles de la décennie 2010-2020 apparaît hautement improbable. Dans le même esprit, compter sur une chute marquée des taux courts pour dégager des plus-values significatives sur les marchés

obligataires ou monétaires relève d'un pari audacieux.

Il n'en demeure pas moins que les rendements actuellement offerts par ces placements se situent à des niveaux sensiblement plus élevés que ceux observés ces dernières années.

Les taux longs : un horizon durablement chahuté

Le segment des obligations d'État devrait rester volatil et durablement soumis à des pressions haussières, sauf à envisager un regain massif d'aversion au risque de la part des investisseurs. Dans la plupart des économies développées, la persistance de déficits publics importants et l'augmentation concomitante des besoins de financement souverains contribuent à maintenir cette tension à la hausse sur les taux longs.