

# L'Allocation d'Actifs Stratégique

– L'Essentiel

**Sparinvest**

▣ L'investissement réfléchi...

# **L'Allocation d'Actifs Stratégique**

## **– L'Essentiel**

Rédacteurs :

Michael Albrechtslund, B. Sc.

Andreas Graflund, Ph. D.

Thomas Bjørn Jensen, M. Sc.

Henrik Lind-Grønbæk, B. Sc.

Camilla Svendsen, M. Sc.

Mars 2008

Cette édition est la première de l'ouvrage « L'Allocation d'Actifs Stratégique – L'Essentiel ».

**Chez Sparinvest, nous sommes convaincus que l'allocation d'actifs stratégique est la clé d'une stratégie d'investissement réfléchi.**

Pour en savoir plus sur la manière dont nous appliquons les connaissances universitaires présentées dans cet ouvrage, nous vous invitons à consulter le site Internet [sparinvest.fr](http://sparinvest.fr).

## Préface

Ces dernières années, Sparinvest a énormément progressé dans son conseil aux investisseurs institutionnels. Ces progrès et les bons résultats obtenus s'expliquent, entre autres choses, par des années de concentration sur l'allocation d'actifs stratégique en tant que discipline d'investissement.

Depuis six ans, Sparinvest s'attache à transformer les théories de Markowitz, qui ont valu à ce dernier un Prix Nobel, en modèles et méthodes d'investissement. La recherche et ses résultats se sont révélés précieux.

Sparinvest fait aujourd'hui figure aux yeux des investisseurs de partenaire solide qui souhaite créer de la valeur ajoutée et obtenir des résultats probants pour un nombre d'investisseurs toujours plus élevé. Cet ouvrage met en évidence certains des modèles et méthodes utilisés par Sparinvest.

Les pages suivantes vous expliquent le fonctionnement de l'allocation d'actifs stratégique et vous serviront, nous l'espérons, de source d'inspiration.

### Ole Bjørn

Chairman of the Board of Sparinvest

(Président du Conseil d'Administration de Sparinvest)

## Introduction

« L'Allocation d'Actifs Stratégique - L'Essentiel » est un livre que nous avons l'intention d'écrire depuis longtemps. Ces dernières années, nous avons noté un intérêt accru pour les disciplines d'investissement quantitatives mais offrant l'avantage d'être à la fois ciblées et concentrées.

Cet ouvrage tient lieu de hors-d'œuvre et de résumé concis décrivant une discipline qui ne cesse de gagner en reconnaissance à l'échelle internationale. Pour de plus amples informations sur le sujet, nous vous invitons à consulter la bibliographie figurant à la fin du livre. « L'Essentiel » est un compte rendu simple des procédures sous-jacentes à l'administration de fonds institutionnels ainsi que des avantages liés à l'application rigoureuse d'une méthode scientifique documentée.

Les théories à l'origine de l'allocation d'actifs stratégique ne sont pas nouvelles, mais elles sont développées et améliorées en permanence. De nombreuses personnes connaissent plus ou moins les principes de base mais choisissent de les ignorer, aussi incertaines que soient les solutions alternatives.

Nombre d'investisseurs institutionnels s'appuient sur des croyances, attitudes et attentes pour prédire l'évolution future de certains titres. Il arrive qu'une croyance porte ses fruits ou au contraire qu'elle soit trompeuse. Mais qu'en est-il de l'exposition au risque ? Et qu'en est-il de l'adéquation entre l'actif et le passif ? Comment ces problèmes sont-ils résolus ?

La recherche a montré que le portefeuille stratégique, ou plus précisément la politique d'investissement, était responsable à plus de 90 % des variations de la performance.

D'aucuns seront peut-être surpris de voir Sparinvest plaider en faveur de l'allocation d'actifs stratégique. Rares sont ceux qui savent que nous étions l'une des premières sociétés danoises de gestion d'actifs à inclure ces études dans notre philosophie d'investissement, et que nous faisons partie des premières entreprises à développer un modèle transparent de gestion actif-passif (*Asset Liability Management* ou *ALM*), essentiel à la détermination de l'adéquation optimale entre actif et passif.

Avec de nombreuses preuves à l'appui, l'allocation d'actifs stratégique est sans aucun doute le meilleur moyen d'assurer une gestion d'actifs efficace, et ce n'est certainement pas une coïncidence si elle est devenue le cœur de notre philosophie d'investissement. C'est pourquoi nous souhaitons, à travers cet ouvrage, vous faire partager nos connaissances et notre enthousiasme. Nous cherchons à faire connaître une discipline d'investissement dont les résultats sont à la fois visibles et mesurables. Une telle approche s'inscrit parfaitement dans la philosophie qui nous guide depuis de longues années – celle de l'investissement réfléchi...

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

### **Sparinvest**

Strategic Asset Allocation Team

(Equipe d'allocation d'actifs stratégique)

**Contexte historique**

Chapitre 1 Page 10

**Sélectionner un profil de risque**

Chapitre 2 Page 22

**Sélectionner des types d'actifs**

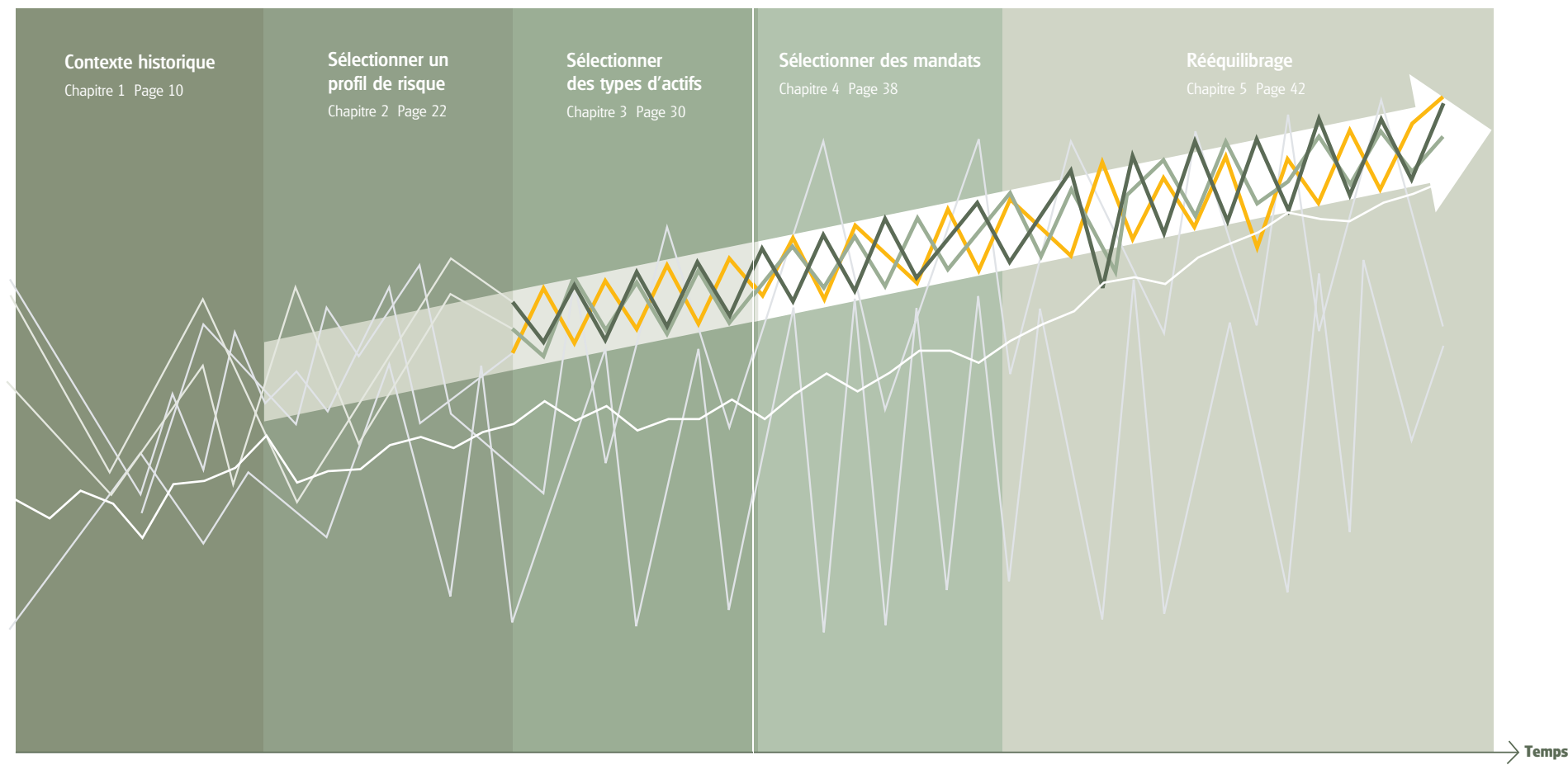
Chapitre 3 Page 30

**Sélectionner des mandats**

Chapitre 4 Page 38

**Rééquilibrage**

Chapitre 5 Page 42





## Contexte historique

En route vers la troisième dimension  
de la gestion d'actifs

*L'allocation d'actifs stratégique revient à accepter le constat selon lequel les économies fluctuent. Les classes d'actifs sont choisies dans le but d'obtenir la meilleure corrélation possible. La stratégie est maintenue, quelles que soient les variations du marché. En ignorant le besoin psychologique d'adaptation aux bonnes et mauvaises périodes, un investisseur obtiendra à long terme une répartition plus cohérente du risque au sein du portefeuille et bénéficiera d'un rendement bien plus stable. Le principal avantage relève de la diversification systématique reposant sur les corrélations connues entre différentes classes d'actifs. L'allocation d'actifs stratégique présente l'avantage supplémentaire, par rapport à l'allocation d'actifs tactique, de suivre une discipline stratégique qui ne tente pas d'aller avec ou contre le courant. Elle choisit plutôt d'ignorer ce courant.*

Depuis toujours, les investisseurs comprennent le principe de diversification de leurs actifs afin de minimiser le risque et de dégager un rendement plus stable. A l'époque, tout comme aujourd'hui, le portefeuille était évalué sur la base d'une perception bidimensionnelle du couple rendement/risque des actifs pris séparément. Ces derniers étaient ensuite sélectionnés en fonction de l'attitude de l'investisseur à l'égard du risque et du rendement. Les méthodes utilisées pour évaluer le risque et le rendement deviennent de plus en plus subtiles, mais la base reste inchangée : la composition d'un portefeuille donné dépend toujours des attitudes et des attentes de chaque investisseur.

C'est en 1952 que ce principe a fait l'objet pour la première fois d'une réelle analyse approfondie. A cette date, l'économiste Harry Markowitz a offert ce qui est probablement la contribution la plus importante à la théorie moderne de gestion de portefeuille. En effet, dans son article « Sélection de portefeuille », il décrivait la troisième dimension de la gestion d'actifs – l'effet de diversification.

D'après Markowitz, les différentes corrélations entre actifs pourraient être mises à profit pour réduire le risque d'un portefeuille ou obtenir des rendements supplémentaires sans augmenter le risque. Il a développé un modèle qui tenait compte des interactions entre différentes possibilités d'investissement, et de la corrélation entre elles, afin d'optimiser le couple rendement/risque.

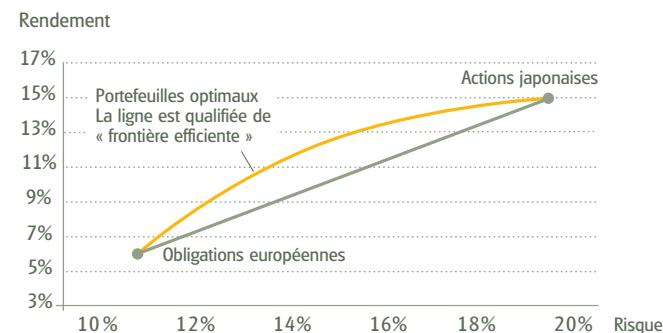
Ainsi Markowitz a-t-il établi qu'une combinaison de plusieurs types d'actifs était susceptible de réduire le risque, à condition que l'investisseur opte pour des types d'actifs évoluant aussi indépendamment les uns des autres que possible. Une fois cette condition satisfaite, le meilleur ratio possible entre risque et rendement pourra être atteint.

*Exemple :*

Si les investisseurs savent que le cours des actions japonaises recule lorsque celui des obligations européennes augmente, ils peuvent utiliser cette connaissance pour diminuer une partie des risques liés à l'actif même grâce à la diversification. Lorsque l'investissement est divisé entre actions japonaises et obligations européennes, le risque est diversifié simultanément. Ainsi, la diversification signifie que l'investisseur peut réaliser un rendement supérieur par unité de risque. Il peut donc choisir de réduire le risque, ou d'améliorer son rendement pour le même niveau de risque grâce à la diversification.

Le graphique ci-dessous illustre la situation.

#### La frontière efficiente – rendement le plus élevé pour le niveau de risque le plus faible



Source : Sparinvest

En associant les deux types d'investissement, les investisseurs sont logiquement à même de profiter de toutes les combinaisons de risque/rendement sur la ligne droite entre les obligations européennes et les actions japonaises. Mais si les marchés fluctuent et que l'évolution des deux investissements n'est pas identique, les investisseurs bénéficieront du fameux avantage de diversification.

Dans l'illustration, le niveau de risque et de rendement obtenu se trouve dans la zone située au « nord-ouest » de toutes les combinaisons qui seraient obtenues si les deux investissements étaient effectués. La meilleure combinaison possible de plusieurs types d'investissement a pour résultat ce que Markowitz qualifie de « frontière efficiente ».

**Quels que soient les objectifs d'investissement, l'investisseur avisé opte pour la diversification.**

Burton G. Malkiel – A Random Walk Down Wall Street

La théorie sous-jacente à l'allocation d'actifs stratégique repose sur une exposition entre les différents types d'actifs aussi constante que possible. Cette théorie s'appuie sur les principes selon lesquels les marchés sont efficients et aucun rendement supplémentaire ne peut être obtenu à long terme en passant constamment d'un type d'actifs à l'autre (*timing*). Les tentatives de timing se solderont, même dans les meilleures périodes, par des frais considérables de négociation et de transaction. Elles impliqueront en outre souvent des risques élevés et des rendements instables.

L'accent est mis sur l'obtention des meilleurs rendements escomptés par rapport au risque couru. Le risque est maintenu constant et ajusté pour convenir à l'horizon de temps de chaque investisseur et à sa disposition à prendre des risques. Le portefeuille n'est que rarement modifié. Aucune tentative de tirer parti des hauts et des bas des marchés n'est faite et aucun changement n'est opéré en termes de régions, de styles d'investissement, etc. Conformément à la stratégie, l'essentiel des modifications du portefeuille prendra la forme d'un rééquilibrage si l'allocation géographique du portefeuille est, par exemple, devenue déséquilibrée suite à des variations de prix. Des ajustements sont également effectués si l'exposition en termes de style de gestion du portefeuille change sur une période donnée. Le premier motif de changement d'un portefeuille et d'une politique d'investissement stratégiques relève d'une modification du passif due à des modifications de la réglementation ou, par exemple, des statistiques démographiques d'un fonds de pension.

Par opposition à l'allocation d'actifs stratégique, l'allocation d'actifs tactique cherche à tenir compte des déséquilibres à court terme du marché. Les tacticiens choisissent de changer d'allocation à court

terme et tentent de tirer parti des marchés haussiers tout en évitant le plus bas des marchés baissiers. Si l'approche stratégique est utilisée, un écart par rapport à l'allocation originale correspondra à un écart par rapport à l'exposition au risque convenue, ce qui doit être évité. Dans de tels cas, la discipline d'investissement n'est plus utilisée de manière cohérente et les chances de bénéficier des avantages souhaités sont donc inexistantes. Le problème de l'écart par rapport à l'allocation originale vient du fait qu'il est nécessaire de baser les investissements sur des analyses et des attentes subjectives concernant l'évolution des marchés. Or cette subjectivité s'accompagne d'un lourd fardeau en termes de collecte d'informations, d'analyses et d'interprétation. Le principal problème lié à l'approche tactique tient au fait que la plupart des informations sont déjà anticipées par les marchés.

***Ce sont essentiellement les surprises que personne ne voit venir qui déclenchent les variations de prix qui aboutissent à établir de nouveaux équilibres sur les marchés. Ces surprises elles-mêmes sont des événements aléatoires. Occasionnellement, les bonnes surprises sont plus nombreuses que les mauvaises, et nous parlons alors d'un marché haussier. L'inverse peut aussi être observé et le marché est alors considéré comme baissier. Il y aura toujours des marchés haussiers et baissiers mais l'histoire montre qu'il n'existe aucun moyen cohérent de prévoir les points de retournement.***

*Roger Gibson – Asset Allocation – Balancing Financial Risk*

Le marché peut recevoir des informations inattendues à tout moment. Ces informations peuvent, pendant une brève période, créer des déséquilibres jusqu'à ce que les nouveaux événements aient été digérés. Quoiqu'il en soit, les informations inattendues ne peuvent être ni calculées ni prévues.

Les marchés connaîtront toujours des hauts et des bas, impossibles à prévoir. Il y aura aussi toujours des investisseurs qui auront la chance de prendre la bonne décision. Un bon timing donnera souvent l'impression qu'il peut-être possible, après tout, de choisir le bon moment pour investir dans un portefeuille.

**Les preuves du succès rencontré par les gestionnaires d'investissement utilisant le market timing sont impressionnantes – et négatives pour une écrasante majorité.**

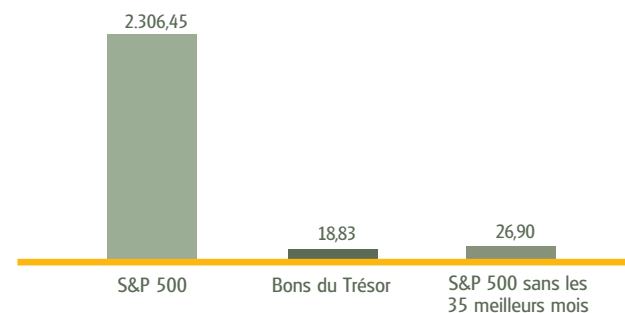
*Charles D. Ellis – Investment Policy - How to Win the Loser's Game*

L'expérience montre que les types d'actifs bénéficiant d'une dynamique aujourd'hui ne maintiendront pas cet avantage à l'avenir. De même, un rendement médiocre aujourd'hui ne se traduira pas nécessairement par un bon rendement ultérieurement.

Autrement dit, l'évolution de chaque type d'actifs ne semble pas suivre un schéma prédéfini. De surcroît, il apparaît que la surperformance recherchée par les partisans de l'investissement « tactique » n'est réalisée que sur des périodes très courtes.

L'analyse ci-dessous est une excellente illustration de ce phénomène.

**Qu'a rapporté 1 dollar investi de 1926 à 2006 ?**



Source : Ibbotson Associates

Ibbotson Associates a calculé qu'un dollar investi dans l'indice boursier américain S&P 500 en 1926 aurait rapporté 2 306,45 dollars en 2006. Si ce même dollar avait été investi dans des bons du Trésor américain (bons du trésor à court terme), le rendement aurait été bien inférieur, soit 18,83 dollars. Pour ce qui concerne le S&P 500, si l'on exclut les 35 meilleurs mois (seulement 4 % de la période totale), le rendement est plus ou moins identique à celui des bons du Trésor. Autrement dit, la croissance des rendements intervient pendant des périodes très brèves, et il faut être plus que chanceux pour les identifier étant donné la nature du marché.

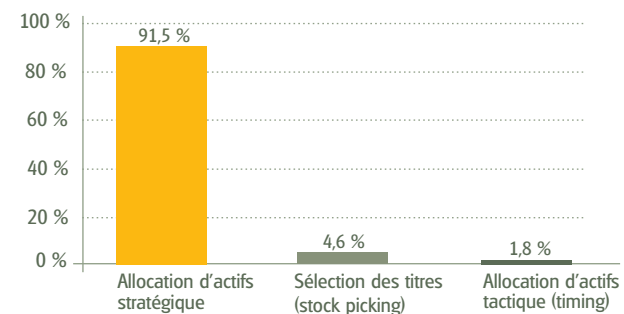
Des études universitaires montrent que les avantages liés à l'utilisation de modèles d'allocation tactique sont, dans le meilleur des cas, annulés par les coûts de ces mêmes modèles. Cela explique qu'un portefeuille géré selon une stratégie tactique soit susceptible de sous-performer son indice de référence, tandis qu'une approche stratégique peut dégager de la surperformance. S'il est difficile d'identifier invariablement les gestionnaires les plus performants, l'on peut beaucoup gagner à éviter ceux qui affichent régulièrement des sous-performances et dont l'inclusion dans une allocation peut peser sur la performance globale. Ainsi les fonds sont-ils alloués aux gestionnaires capables de choisir les bons titres (sélection des titres).

Les résultats de l'allocation des actifs sont à l'origine de 90 % des fluctuations de la performance. 2 % et 5 %, respectivement, relèvent du timing et de la sélection des titres. Par conséquent, l'allocation d'actifs stratégique est le facteur le plus important en matière de gestion du risque pour un portefeuille donné, et la politique d'investissement générale détermine donc largement les variations des rendements des actifs.

Le phénomène ci-dessus a été démontré pour la première fois par une étude empirique menée par Brinson, Hood et Beebower en 1986 sur les investisseurs institutionnels basés aux Etats-Unis. Leurs recherches ont conclu que plus de 90 % des variations de la performance étaient la conséquence directe de la composition des types d'actifs dans lesquels les portefeuilles investissaient.

Leurs recherches ont conclu que plus de 90 % des fluctuations de la performance étaient la conséquence directe de la composition des types d'actifs dans lesquels les portefeuilles investissaient.

#### Qu'est-ce qui explique les variations de la performance ?



Source : Brinson, et al (1991)

**Il est évident que le timing de marché et la sélection des titres sont importants. Le problème, c'est que personne ne peut avoir de succès à long terme avec le premier et presque personne avec la seconde. L'allocation des actifs est le seul facteur affectant vos investissements sur lequel vous avez réellement une influence.**

William Bernstein – *The Intelligent Asset Allocator*

Nous avons tenté de montrer certaines des nombreuses preuves de l'influence clé de l'allocation d'actifs stratégique, et donc de la politique d'investissement, sur l'évolution des performances. Malgré les preuves écrasantes, nombreuses sont les sociétés de gestion qui choisissent néanmoins de recourir à l'approche bidimensionnelle en matière d'allocation d'actifs. Autrement dit, la majorité de la gestion d'actifs professionnelle est basée sur l'allocation tactique.

Certains affirmeront : « Mais les deux principes traitent de l'allocation d'actifs. Quelle est donc la différence ? Ne s'agit-il pas d'une simple question de rhétorique et existe-t-il un effet avéré sur le rendement et le risque lorsque l'une ou l'autre approche est utilisée ? » Tout ce que nous pouvons dire, c'est qu'il existe une très grande et le plus souvent profonde différence entre les deux méthodes.

L'avantage de l'allocation d'actifs stratégique par rapport à l'allocation tactique tient au fait que la première n'essaie pas d'aller avec ou contre le courant. Elle choisit en revanche d'ignorer les mouvements du marché et d'accepter le fait que les économies aient des hauts et des bas. Les types d'actifs sont sélectionnés dans le but d'obtenir la meilleure répartition des corrélations possible, et la stratégie est maintenue, quelles que soient les variations du marché.

**« Quoi qu'il arrive, tenez-vous en à votre programme. J'ai dit « Maintenez le cap » un millier de fois et j'étais sérieux à chaque fois. Il s'agit là du meilleur conseil que je puisse vous donner en matière d'investissement.**

*John C. Bogle - Common Sense on Mutual Funds*

Une diversification plus cohérente du risque est assurée en ignorant le besoin psychologique d'adaptation aux bonnes et mauvaises périodes, et l'investisseur bénéficiera d'un rendement bien plus stable. La diversification systématique du risque sur la base des corrélations connues entre différents types d'actifs est le principal avantage de l'allocation d'actifs stratégique.

Il peut effectivement être très risqué d'investir dans des actifs sans connaître exactement la corrélation entre les types d'actifs en question.

## Sélectionner un profil de risque

L'importance des profils de risque des investisseurs  
et des conditions externes

*La gestion du risque est la meilleure méthode pour éviter l'insolvabilité. La connaissance des variations de l'actif et du passif est fondamentale et se trouve au cœur de la gestion actif-passif (Asset Liability Management) et de l'allocation d'actifs stratégique. Le risque intervient dès lors que l'actif ne couvre pas le passif. Par conséquent, il doit être considéré comme les variations entre le passif et l'actif. Plus la part de l'actif non couvert est importante, plus le risque d'insolvabilité ou de sous-financement futur est élevé.*

Tous les processus d'allocation d'actifs stratégique reposent sur une analyse du profil de risque de l'investisseur. Pour les fonds de pension des assureurs et des compagnies d'assurance-vie, le profil de risque est déterminé sur la base d'une étude de la gestion actif-passif (ALM) de chaque investisseur. L'objectif de cette étude ALM consiste à trouver la meilleure allocation d'actifs possible. C'est-à-dire l'allocation qui tient compte, dans la mesure du possible, des fonds de réserve, des exigences législatives, du profil de risque, des primes, des garanties d'intérêts, de la faillite technique, du sous-financement, etc.

Le processus est complexe et chaque allocation est faite sur mesure pour répondre aux exigences et conditions spécifiques de l'investisseur. Cela n'a pas de sens de comparer l'allocation d'un investisseur institutionnel à celle d'un autre. Dans les cas extrêmes, une allocation convenant parfaitement à un investisseur peut se révéler désastreuse pour un autre.

Le défi global pour l'investisseur consiste à disposer d'un actif supérieur à son passif. Autrement dit, les investisseurs institutionnels – c'est-à-dire les établissements financiers tels que les compagnies d'assurance et les banques – doivent être solvables à tout moment.

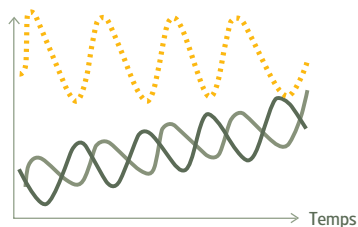
La réglementation Solvabilité II, attendue en 2010, fera de cette solvabilité une exigence légale.

Les fonds de pension paneuropéens sont eux aussi régis par une législation plus stricte depuis le lancement de la norme comptable IAS 19 et l'entrée en vigueur, en septembre 2005, de la directive européenne relative aux activités et à la surveillance des institutions de retraite professionnelle. Les investisseurs institutionnels disposent souvent d'un horizon à long terme, qui vaut également pour leur passif. Selon les conventions traditionnelles, un horizon à long terme implique une grande proportion d'actions. Le problème est que les exigences de solvabilité créent des restrictions en la matière. Même si un investisseur tel qu'un fonds de pension dispose d'un horizon d'investissement à long terme, ses investissements visent à financer la distribution des retraites aussi bien à court qu'à long terme. Par ailleurs, la personne responsable des investissements est soumise à une surveillance à court terme par l'autorité de tutelle. Ces facteurs pèsent sur la vision à long terme et affectent le profil de risque sélectionné. L'objectif de l'investisseur institutionnel consiste à assurer un niveau stable de solvabilité et de financement.

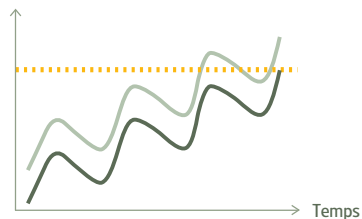
Comment stabiliser le niveau de solvabilité pendant une période donnée ? Il s'agit là d'une question centrale que se posent la plupart des investisseurs institutionnels. Il convient de noter que ce dernier doit se concentrer sur la différence entre son actif et son passif. Pour maintenir un niveau stable de solvabilité ou de financement, ils doivent choisir d'investir dans des actifs à même de couvrir le passif. Le portefeuille d'actifs doit présenter les mêmes caractéristiques que le passif. Si cette stratégie est mise en œuvre, les investisseurs verront alors la valeur des actifs augmenter parallèlement à l'augmentation du passif, et vice versa. Les conséquences de cette adéquation ou inadéquation sont mises en évidence dans l'illustration suivante.

Ces problèmes constituent souvent les principaux défis étant donné l'absence de modèles bien développés capables de résoudre ces questions de manière satisfaisante et cohérente.

Lorsque l'actif ne couvre pas le passif



Lorsque l'actif couvre le passif



- ..... Niveau de financement/ratio de solvabilité
- Passif
- Actif non couvert
- Actif couvert

Source : Sparinvest

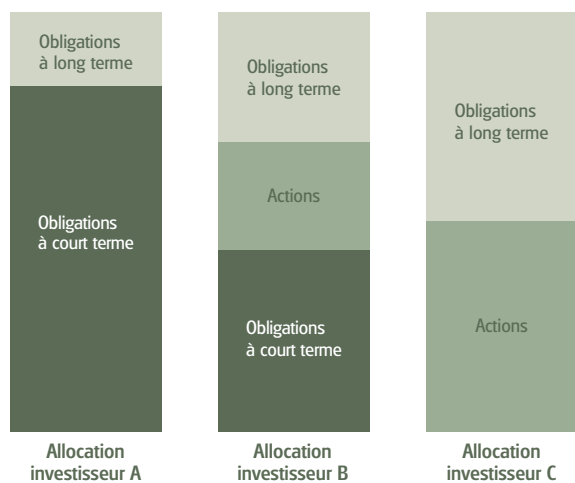
La gestion du risque est la meilleure méthode pour éviter l'insolvabilité ou le sous-financement. A cet effet, la compréhension des fluctuations des types d'actifs et de passifs est impérative et se trouve au cœur de la gestion actif-passif (*Asset Liability Management*) et de l'allocation d'actifs stratégique. Par conséquent, le risque peut être mesuré comme étant le ratio entre les variations de l'actif et du passif.

Plus la part de l'actif non couvert est importante, plus le risque d'insolvabilité future est élevé. Le risque peut toutefois être couvert au moyen d'un matelas financier supérieur, dont la taille dépendra du volume et de la composition des actifs. Les actifs couverts nécessitent une petite réserve financière, et l'inverse vaut pour les actifs non couverts. Ainsi le niveau de financement de la solvabilité contrôle-t-il le profil de risque de l'investisseur.

A l'échelle locale, l'autorité de surveillance financière surveille de près l'évolution de la solvabilité des sociétés. Une série de règles fixes qui contribuent à déterminer le montant de risque que peut courir un investisseur spécifique a été établie avec l'introduction de la directive paneuropéenne sur les institutions de retraite professionnelle et de la réglementation Solvabilité II. Un niveau de solvabilité ou de financement inférieur, c'est-à-dire un actif inférieur au passif, limitera le nombre d'actifs risqués autorisés. Pour de nombreux investisseurs, cette législation se traduit par une exposition relativement élevée aux obligations. Rappelons à cette occasion que la gestion actif-passif (*Asset Liability Management*) entraîne des allocations sur mesure pour chaque investisseur.

Ainsi différents investisseurs institutionnels disposeront-ils d'allocations d'actifs divergentes en fonction de leur passif et de leur réserve financière, comme le montre l'illustration ci-dessous.

**Allocations d'actifs différentes  
pour trois types d'investisseurs différents**



Source : Sparinvest

Le profil de risque de l'investisseur institutionnel est déterminé sur la base d'un principe de couverture entre actif et passif. Ce principe est le fondement de l'allocation d'actifs stratégique sélectionnée. Les modèles d'allocation d'actifs efficacement développés tiennent compte de la composition du passif, des scénarii de test de résistance (tels que les « traffic lights ») et de la réserve financière lorsqu'ils calculent les portefeuilles optimaux et déterminent la politique d'investissement.

## Sélectionner des types d'actifs

La corrélation entre les types d'actifs  
et de passifs

*En règle générale, il est souhaitable que les alternatives disponibles dans l'univers d'investissement global soient les plus nombreuses possibles. Cependant, avant de sélectionner les classes d'actifs, il convient de déterminer le risque et le rendement espéré du portefeuille en fonction du passif et du profil de risque de l'investisseur. Le choix final repose toujours sur le souhait de déterminer ses actifs en fonction des caractéristiques du passif, tout en réalisant des rendements supérieurs aux engagements.*

Quels types d'actifs correspondent bien au passif ? Il est raisonnable d'affirmer que les obligations doivent être à la base d'une allocation d'actifs stratégique pour la majorité des investisseurs institutionnels, et ce parce qu'elles partagent de nombreuses caractéristiques avec les éléments du passif. Naturellement, la situation n'est pas si simple. La durée des engagements et du niveau de financement ou de solvabilité sera toujours particulière et spécifique à chaque investisseur. Il est donc souhaitable de privilégier les types d'actifs qui doivent, à long terme, dégager des rendements supérieurs au besoin de couverture du passif.

Construire un portefeuille idéal relève d'un processus en plusieurs étapes dont l'aspect le plus important est sans aucun doute la sélection des classes d'actifs. La bonne composition des actifs revêt une importance centrale pour la performance à long terme du portefeuille. Comme nous l'avons expliqué précédemment, cette sélection doit être effectuée en tenant compte des engagements, du profil de risque, de l'horizon d'investissement, du rendement recherché et des contraintes législatives ou subjectives.

Avant de sélectionner les types d'actifs, il s'agit de comparer le risque et le rendement escompté du portefeuille avec le passif et le profil de risque de l'investisseur. Les critères les plus importants en matière de sélection des types d'actifs sont la volatilité, les rendements et la corrélation.

Pour déterminer ces critères, on utilise dans la plupart des cas des données empiriques sous forme d'indices.

Le choix de l'indice de marché censé représenter les types d'actifs sélectionnés revêt une importance capitale pour la proposition d'allocation finale. Non seulement la liste des fournisseurs d'indices est infinie, mais chaque fournisseur développe ses propres méthodes uniques de calcul. Il convient donc d'étudier consciencieusement les attentes des investisseurs à l'égard des différents indices de marché lors de la mise en œuvre de l'allocation d'actifs stratégique. Ainsi un indice basé sur le marché américain des actions (American stock market) peut afficher d'énormes différences en termes de rendements, selon le fournisseur choisi.

Outre les exigences élémentaires concernant la discipline liée aux données et la cohérence des méthodes de calcul, la composition de l'indice doit être représentative du marché en question, c'est-à-dire que les actifs sous-jacents doivent être suffisamment variés pour refléter l'ensemble du marché. Pour que les opérateurs puissent comprendre ces indices de marché et les utiliser, ceux-ci doivent également reposer sur des méthodes bien documentées et transparentes. Il n'est possible d'évaluer l'adéquation de l'indice aux types d'actifs sélectionnés que si ces conditions sont remplies.

Outre la méthode de calcul, il est important de choisir des séries de données dont l'historique est le plus long possible. La logique veut que plus l'existence d'un indice remonte dans le temps, plus le nombre de scénarii risqués qu'il a pu rencontrer et prendre en compte est élevé. Cette caractéristique s'applique tout particulièrement au calcul du risque et de la corrélation, qui repose exclusivement sur la performance historique.

Il est essentiel de choisir un indice dont la série de données est suffisamment longue pour inclure des événements financiers majeurs comme les crises pétrolières, les krachs boursiers, la bulle internet, etc. Plus le nombre de ce type d'événements dans les données sur la performance sera important, plus la signification statistique des calculs finaux sera élevée.

Le processus d'optimisation est lancé lorsqu'un historique de performance suffisant est disponible et que des indices adéquats ont été identifiés sur les marchés dans lesquels l'investisseur a la possibilité d'investir.

### **Sélection du style d'investissement**

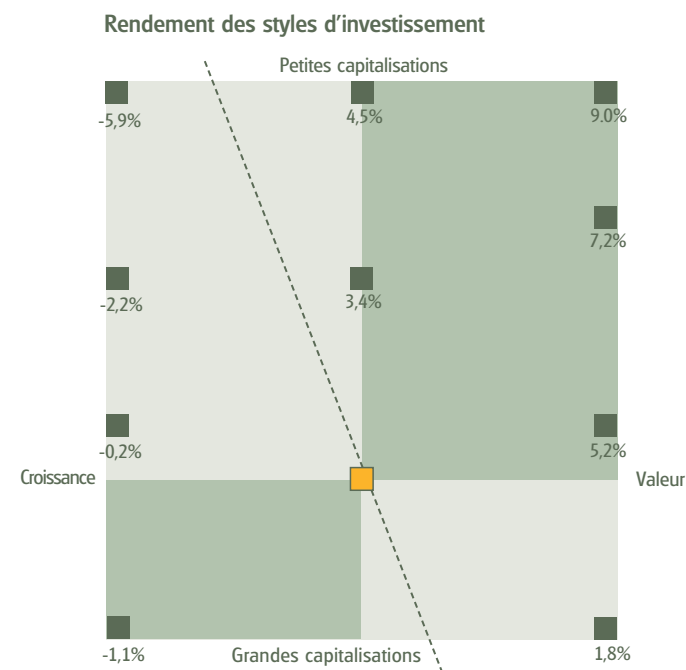
Une fois que sont jetés les fondements d'une diversification systématique sensée, il est tout aussi important pour l'investisseur de décider du style d'investissement à utiliser parmi ces types d'actifs. La diversification doit également être appliquée à cet égard.

La diversification en matière de styles d'investissement est un phénomène relativement nouveau en Europe. La discipline est pourtant connue et utilisée aux Etats-Unis depuis de longues années. En ce qui concerne les actions, une distinction s'opère entre les titres « croissance » et « valeur », ainsi qu'entre les petites et les grandes capitalisations. Conjointement avec d'autres experts en la matière, William Sharpe, le lauréat du prix Nobel, a prouvé que cette répartition présentait les marchés avec la plus grande clarté et la plus grande stabilité. La répartition du marché en secteurs, par exemple, est plus instable et ses caractéristiques changent plus rapidement.

L'investisseur décide de la composition du portefeuille sur la base des styles d'investissement mentionnés ci-dessus. Le recours aux données empiriques ne suffit pas pour sélectionner le style d'allocation approprié. Dans un marché compétitif, l'investisseur doit aussi tenir compte de la performance des concurrents et décider du niveau acceptable de volatilité par rapport au marché. Il se trouve que les styles d'investissement possibles évoluent très différemment les uns des autres, surtout à court terme.

En 1992, les économistes Fama et French ont démontré que les titres « valeur » – définis comme ayant un faible ratio cours/valeur comptable – dégagent un rendement bien supérieur à celui des titres « croissance » sur le long terme. Parallèlement, l'analyse a prouvé que les petites capitalisations affichaient une meilleure performance que les grandes.

Lakonishok a déclaré plus tard que ces résultats étaient obtenus avec un risque faible. Face à ce constat, les investisseurs se sont demandé s'il était possible d'améliorer la performance de leurs investissements en actions en renforçant leur exposition aux titres « valeur » et aux petites capitalisations.



Source : Kenneth French. Données 1963-2006

L'illustration ci-dessus présente les conclusions de l'étude menée par Fama et French, montrant les sur ou sous-performances liées à la taille des sociétés et aux styles d'investissement par rapport à la moyenne du marché.

La ligne en pointillés symbolise les portefeuilles susceptibles de dégager un rendement de marché neutre. Les effets respectifs des deux facteurs se compensent le long de cette ligne. Les portefeuilles situés au « nord-est » de la ligne en pointillés généreront des rendements supérieurs à ceux du marché. L'argument avancé par Fama et French tient au fait que les titres au « nord-est » de la ligne en pointillés sont exposés à un risque plus élevé et doivent donc afficher des rendements supérieurs. Lakonishok, entre autres, est toutefois sceptique quant à l'existence d'un risque effectivement plus élevé. Nombreuses sont donc les preuves qui semblent indiquer qu'un rendement relativement plus élevé peut être obtenu dans le carré « nord-est » sans exposition à un niveau de risque supérieur. Quoi qu'il en soit, les arguments en faveur d'une surexposition permanente aux actions « value » et aux petites capitalisations dans un portefeuille apparaissent indéniables.

Une fois l'allocation d'actifs stratégique établie sur la base du profil de risque de l'investisseur et le style d'investissement stratégique décidé, un portefeuille cible divisé en types d'actifs et en styles d'investissement peut être construit.

Le portefeuille cible est inclus dans une politique d'investissement généralement approuvée par le Conseil d'Administration de l'investisseur institutionnel. Pour les fonds de pension et les compagnies d'assurance-vie, l'approbation intervient après consultation du département d'actuariat. Les documents concernant cet agrément contiennent les objectifs d'investissement, le profil de risque, les types d'actifs sélectionnés, le traitement de l'exposition en devises, les critères de sélection du mandat, la stratégie de rééquilibrage ainsi qu'un certain nombre d'autres conditions essentielles. Ce document revêt ensuite une importance centrale dans l'application ultérieure de l'allocation d'actifs stratégique sélectionnée.

## Sélectionner des mandats

Appliquer l'allocation et le profil de risque sélectionnés à l'ensemble du processus, jusqu'au portefeuille final

*La sélection des mandats doit impérativement correspondre aux caractéristiques sélectionnées des types d'actifs ainsi qu'à l'exposition en termes de style d'investissement choisie. Il existe plusieurs modèles différents en matière de sélection des mandats. L'analyse de style basée sur la performance est un bon outil pour filtrer des mandats et ne pas choisir les options les moins appropriées. Il s'agit en outre d'un outil objectif de surveillance continue des mandats de gestion. Ainsi cette analyse garantit-elle que la sélection des mandats et l'exposition ne s'éloignent pas des conditions préalables sur lesquelles repose le portefeuille optimisé. Elle assure par conséquent le respect le plus strict de la stratégie sélectionnée.*

Le choix des mandats est essentiel à l'application de la stratégie sélectionnée. L'allocation elle-même et le profil de risque doivent s'appliquer à l'ensemble du processus, jusqu'au portefeuille final. Cet impératif impose certaines exigences dans la sélection des mandats, qui doit se plier aux caractéristiques choisies des catégories d'actifs du style d'exposition sélectionné. De plus, un suivi et une surveillance du portefeuille doivent être assurés pendant des années après la sélection du mandat pour éviter toute modification par rapport à la stratégie originale. Mais comment un investisseur peut-il sélectionner les gestionnaires les meilleurs et les plus constants ?

Sans remonter plus loin que la bulle internet, nous pouvons démontrer que les investisseurs se sont largement éloignés d'une allocation sensée, choisissant pour la plupart des gestionnaires et des portefeuilles uniquement concentrés sur les titres « croissance ». La sélection du mandat est donc une étape critique, et il est essentiel de différencier et de bien connaître les expositions de chacun d'entre eux.

L'analyse de style basée sur la performance aide les investisseurs institutionnels à faire des choix et à surveiller les mandats externes. La méthode, introduite en 1992 par William Sharpe, est initialement passée relativement inaperçue. Ce n'est qu'à partir de 1995 qu'elle a commencé à être largement utilisée par les investisseurs institutionnels aux Etats-Unis. Le modèle intéresse essentiellement les investisseurs fidèles aux principes d'allocation d'actifs établis par Markowitz. Mais il est aussi utilisé par les investisseurs en quête d'un instrument objectif d'évaluation des gestionnaires de capitaux internes et externes.

La méthode est quantitative et repose sur la performance d'un fonds ou d'un portefeuille. Le concept consiste à montrer clairement l'exposition du portefeuille tant géographique qu'en taille de capitalisation ou en termes de style « croissance » ou « value ». La force de la méthode tient à sa construction simple en termes de théorie et de calcul, qui se concentre uniquement sur la performance, contrairement aux analyses basées sur les titres en portefeuille.

Lorsqu'un investisseur a le choix entre des centaines de fonds, l'analyse de style basée sur la performance peut l'aider à faire une sélection en termes d'exposition. Ainsi la sélection des fonds peut-elle être taillée sur mesure pour correspondre aux classes d'actifs et à l'exposition en termes de style de l'allocation sélectionnée. Cette cohérence est essentielle à la gestion du risque du portefeuille et au strict respect du processus.

L'analyse de style garantit que la première étape franchie dans le cadre du processus de sélection va dans la bonne direction. Par la suite, l'analyse peut se concentrer davantage sur les fonds et les mandats qui semblent les plus conformes aux critères de l'investisseur. Les investisseurs institutionnels optent généralement pour les mandats internes et externes les mieux adaptés à leurs préférences en matière de marchés et de classes d'actifs. Pour appliquer l'allocation sélectionnée, il convient donc de surveiller les mandats internes et externes.

Autrement dit, un investisseur peut éviter les situations dans lesquelles, par exemple, les gestionnaires de portefeuille de plusieurs sociétés de gestion « tombent amoureux » du même actif ou marché. Si l'investisseur n'a pas conscience de ce problème, il peut se retrouver surexposé à un type d'actifs ou un style d'investissement spécifique.

L'analyse de style basée sur la performance du mandat interne et externe révèle également si le gestionnaire de portefeuille est fidèle à sa propre stratégie ou si un changement de style est en cours. Les changements de style sont indésirables au sein de l'allocation d'actifs stratégique. Ils entraînent une modification de l'exposition au risque du portefeuille global, et donc une modification des conditions sur la base desquelles le portefeuille est optimisé. C'est pourquoi il est impératif de maintenir une stratégie stricte en matière de sélection et d'évaluation des mandats.



## Rééquilibrage

Maintenir le point de départ  
stratégique

*Il est essentiel de réaligner régulièrement le portefeuille avec son point de départ stratégique : c'est le seul moyen de s'en tenir au profil de risque initialement défini. Les investisseurs institutionnels opèrent généralement un rééquilibrage semestriel ou annuel. Tout besoin d'ajustement du point de départ stratégique est mis à jour lors de l'analyse annuelle du passif.*

Lorsque les variations des marchés impactent les différents types d'actifs, un rééquilibrage du portefeuille devient nécessaire. Ceci s'explique en partie par les limitations imposées par la réglementation et par le besoin de garantir un réaligement régulier du portefeuille avec son point de départ stratégique. Si, par exemple, le cours des actions augmente sur une période mais que celui des obligations stagne, la part des premières doit être réduite et les sommes ainsi dégagées doivent être investies dans les secondes. En l'absence de rééquilibrage, le risque lié au portefeuille aura changé au fil du temps et sera donc différent de celui qui a été sélectionné à l'origine.

Il n'existe aucune règle théorique communément acceptée concernant la fréquence à laquelle un portefeuille doit être rééquilibré. Cependant, cette fréquence doit naturellement être fonction des coûts d'arbitrage du portefeuille. Si les résultats obtenus en la matière sont presque aussi nombreux que les analyses menées, la plupart d'entre eux souligne la nécessité d'un rééquilibrage tous les six ou douze mois.

Les investisseurs institutionnels doivent recourir à un rééquilibrage discipliné qui aura un effet stabilisateur sur le rendement tout en assurant la meilleure gestion possible du risque et de la performance en fonction du test de résistance exigé par l'autorité de tutelle locale.

Quoi qu'il en soit, les nouveaux flux de trésorerie serviront de stabilisateurs pendant la période, réduisant le besoin de rééquilibrage. Naturellement ces versements peuvent être utilisés pour investir dans les types d'actifs sous-pondérés du fait des variations des marchés. Ces opérations de rééquilibrage peuvent aussi être réalisées en liquidant les investissements qui occupent une part trop importante au sein du portefeuille total du fait des variations des marchés.

**Jusqu'ici, l'ensemble des discussions relatives au portefeuille repose sur une hypothèse centrale : celle qui veut qu'à la fin de chaque année, l'investisseur rééquilibre le portefeuille en fonction de l'allocation cible. Si un actif donné s'est particulièrement bien comporté, sa pondération augmentera au sein du portefeuille. Ainsi, pour renouer avec l'allocation cible, un volume suffisant de cet actif devra être vendu et réinvesti dans des actifs ayant affiché une performance médiocre. [...] On ne peut sous-estimer la discipline et la patience requises par ce processus, qui implique de faire exactement le contraire de ce que fait l'immense majorité de la communauté des investisseurs, essentiellement composée de professionnels et d'experts.**

*William Bernstein – The Intelligent Asset Allocator*

Est-il possible d'éviter le rééquilibrage ? La réponse est non. Sur une période donnée, le portefeuille subira toujours des changements, notamment de ses pondérations. Il contient les mêmes actifs, mais les nouvelles pondérations renforcent l'instabilité et l'exposition au risque. Le rééquilibrage permet de ramener le portefeuille vers son point de départ, réduisant ainsi l'incertitude.

Par conséquent, une politique de rééquilibrage est importante, quelle que soit la méthode retenue. A titre d'exemple, un investisseur peut disposer d'une allocation stratégique +/- une limite fixe exprimée en pourcentage. Cela signifie qu'un investisseur peut choisir une limite de 5 % ou opérer un rééquilibrage au rythme fixe d'une fois par an.

S'il définit des limites trop larges ou des intervalles trop éloignés les uns des autres, la politique de rééquilibrage est floue et n'aura pratiquement aucun effet. A l'inverse, des limites trop serrées et des intervalles trop courts entre les rééquilibrages ne sont pas souhaitables à cause des coûts de trading.

Les illustrations ci-dessous montrent les effets d'une allocation d'actifs stratégique composée à 20 % d'actions mondiales et à 80 % d'obligations danoises. La limite du rééquilibrage a été fixée à +/- 5 %.

Comme le montre cet exemple, la stratégie de rééquilibrage passif entraîne des performances supérieures et une volatilité inférieure à celles du portefeuille « acheter et conserver » (*buy and hold*) sur la même période.

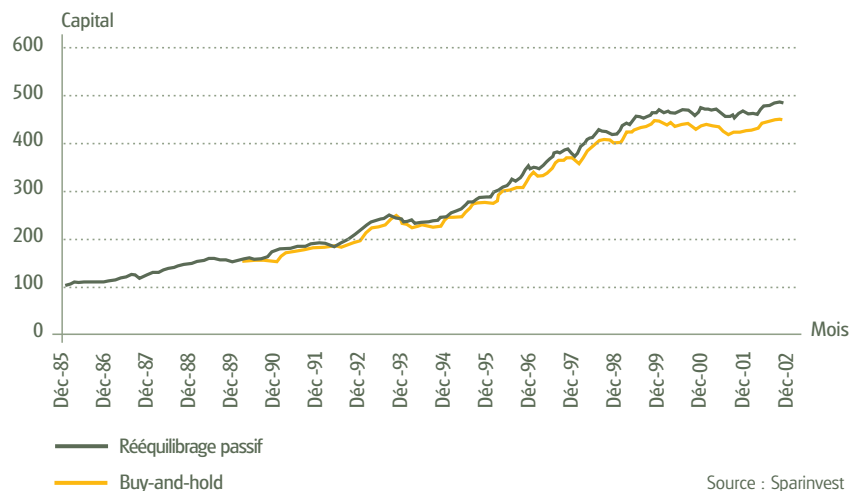
Un exemple de rééquilibrage passif et de portefeuille vs. buy-and-hold

|                          | Buy-and-hold | Rééquilibrage passif * |
|--------------------------|--------------|------------------------|
| Rendement moyen          | 3,59%        | 3,77%                  |
| Volatilité               | 2,65%        | 2,61%                  |
| Ratio de Sharpe          | 1,35         | 1,44                   |
| Nombre de rééquilibrages |              | 10                     |

Source : Sparinvest

\* Transaction, nette de frais

### Un exemple de croissance du capital avec rééquilibrage passif vs. stratégie buy-and-hold

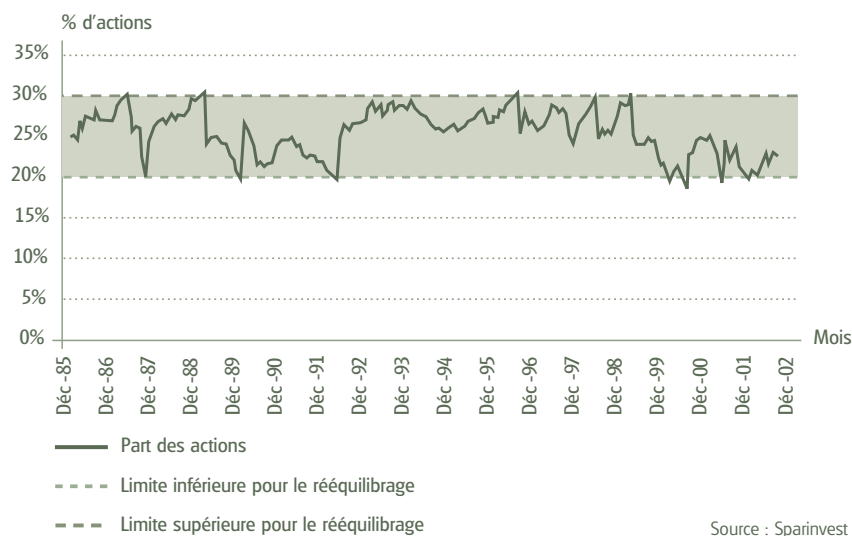


Si l'objectif premier du rééquilibrage est la gestion du risque, il présente également l'avantage de générer des rendements supplémentaires à long terme.

Dans la pratique, le rééquilibrage doit toujours être opéré conjointement avec le bilan annuel de gestion actif-passif (Asset Liability Management) et d'allocation d'actifs stratégique.

Le bilan annuel inclut en outre l'évolution du passif. Une analyse de ce dernier peut révéler un besoin d'ajustement du point de départ stratégique. Il ne s'agit donc pas uniquement d'effectuer un rééquilibrage annuel ; un ajustement par rapport à la stratégie sélectionnée est aussi envisagé.

### Part des actions lors du rééquilibrage passif



## Pourquoi tous les investisseurs n'ont-ils pas recours à l'allocation d'actifs stratégique ?

Les croyances et les comportements doivent-ils primer sur les connaissances basées sur la théorie et la pratique ?

*La plupart des investisseurs font appel à une forme de diversification du risque. Malheureusement, une diversification ne tenant pas compte des actifs ni des corrélations entre les classes d'actifs est insuffisante. Elle doit s'effectuer sur la base d'une approche systématique globale si l'investisseur souhaite obtenir un effet optimal et contrôlé. La recherche d'actifs nouveaux et intéressants pour demain est à la fois fascinante et passionnante. Mais une telle excitation vaut-elle le coup si les gains sont, au mieux, annulés par les frais encourus ? Et si le risque de sous-financement ou d'insolvabilité technique augmente à chaque fois que la sécurité est compromise par l'engouement pour une tendance, sans aucune considération pour le passif ? Pourquoi autant d'investisseurs choisissent-ils donc d'être exposés à ce risque ?*

### **Nombre d'investisseurs sont convaincus par le *market timing***

Il existe des exemples de ce phénomène mais très rares sont les investisseurs qui ont obtenu de bons résultats réguliers en recourant au *market timing* sur une longue période. En revanche, nombreuses sont les preuves du contraire. Le risque d'obtenir un portefeuille assorti d'un niveau de stabilité inadéquat par rapport à son exposition au risque, voire d'un équilibre faussé entre actif et passif, est substantiel. Un tel portefeuille est alors extrêmement exposé au sous-financement ou à l'insolvabilité technique.

### **De nombreux investisseurs sous-estiment l'effet de la diversification...**

La diversification du risque n'est pas un concept nouveau ; chaque investisseur fait appel à une certaine forme de diversification. Cependant, la diversification seule ne suffit pas à obtenir l'effet optimum et contrôlé d'une diversification systématique. Une diversification saine repose sur les corrélations connues entre les différents types d'actifs. La différence entre une diversification systématique et une diversification reposant sur des croyances et des comportements est énorme, même si ces comportements semblent bien fondés à un moment donné. Une diversification correcte tient compte du fait que des objectifs d'investissement différents nécessitent des allocations différentes, et que l'allocation doit être établie après un examen minutieux du passif.

### **De nombreux investisseurs et gestionnaires trouvent que c'est ennuyeux...**

Il s'agit là d'un argument extrêmement humain. Il est excitant de spéculer et de voir cette spéculation porter ses fruits. Il convient toutefois de se demander s'il est sage de céder à cette excitation. Peut-être est-il plus judicieux de pouvoir expliquer 90 % des variations de la performance et de s'enthousiasmer pour des rendements stables et satisfaisants.

Les investisseurs institutionnels doivent avoir pour objectif de pouvoir rembourser leurs dettes à tout moment, sans avoir à se demander s'ils pourront le faire aujourd'hui ou dans un avenir proche.

### **De nombreux investisseurs choisissent de suivre les tendances actuelles...**

Nombreux sont les gestionnaires et les investisseurs qui passent leur temps à rechercher de nouveaux investissements palpitants. Cette tendance entraîne souvent d'autres gestionnaires et investisseurs dans son sillage enthousiaste. Si seulement on pouvait dénicher le dernier « type d'actifs prometteur » ou le prochain « produit en vogue » ! Rares sont ceux qui veulent rater une vague prometteuse. Il suffit de se remémorer l'euphorie qu'a déclenchée la bulle internet. De nombreux investisseurs mesurent leurs performances par rapport à celles de leurs pairs. Il est très gratifiant d'occuper la première place, quelles que soient les conditions de marché. Malheureusement, cette comparaison est faite sans tenir suffisamment compte du fait que les investisseurs possèdent tous des actifs différents, et donc des exigences différentes en termes d'allocations individuelles et de performance.

Il faut faire preuve de courage pour prendre les autres à contre-pied. De plus, l'application d'une allocation d'actifs stratégique pure et d'une politique d'investissement long terme requiert de l'endurance.

Cet ouvrage a donc pour but de décrire l'essentiel concernant les idées et principes à l'origine de la gestion actif-passif (Asset Liability Management), de l'allocation d'actifs stratégique et de l'analyse de style basée sur la performance.

En conclusion, nous espérons que les idées présentées ici vous inciteront à continuer d'appliquer les principes décrits dans cet ouvrage pour pouvoir partager notre enthousiasme avec des investisseurs toujours plus nombreux.

## Bibliographie

**Bogle, John C.**, 1999, "Common Sense on Mutual Funds", John Wiley & Sons Inc

**Bernstein, William J.**, 2000, "The Intelligent Asset Allocator: How to Build Your Portfolio to Maximise Returns and Minimize Risk", McGraw-Hill

**Brinson, Gary P., Randolph L. Hood und Gilbert L. Beebower**, 1986, "Determinants of Portfolio Performance", Financial Analyst Journal Juli/ August

**Brinson, Gary P., Brian D. Singer und Gilbert L. Beebower**, 1991, "Determinants of Portfolio Performance II: An Update", Financial Analyst Journal Mai/Juni

**Ellis, Charles D.**, 1992, "Investment Policy – How to Win the Loser's Game", Irwin Professional Pub, 2. Aufl.

**Fama, Eugene und Kenneth French**, 1998, "Value versus Growth: The International Evidence", Journal of Finance

**Gibson, Roger C.**, 2000, "Asset Allocation – Balancing Financial Risk", McGraw-Hill 3<sup>ème</sup> édition

**Ibbotson Associates**, 1998, "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation", Ibbotson Associates

**Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer und Robert W. Vishny**, 1994, "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk", Journal of Finance, (décembre)

**Markowitz, Harry**, 1952, "Portfolio Selection", Journal of Finance 7, 77-91

**Sharpe, William F.**, 1964, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", Journal of Finance 19, 425-42

**Sharpe, William F.**, 1966, "Mutual Fund Performance", Journal of Business, 119-38

**Sharpe, William F.**, 1992, "Asset allocation: Management style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter, 7-19

**Sharpe, William F.**, 1994, "The Sharpe Ratio", Journal of Portfolio Management, Herbst, 49-58