

# Pour une amélioration structurelle du couple performance-risque

**Le potentiel de hausse des placements traditionnels est désormais limité. Les investisseurs ne peuvent donc rester insensibles aux classes d'actifs à haut rendement, surtout si leur pouvoir de diversification peut améliorer le profil risque/rendement du portefeuille global. Les gérants de portefeuilles mixtes devraient dès lors s'intéresser davantage à l'allocation du risque qu'à l'allocation d'actifs.**

■ Les performances exceptionnelles des années 1980 et 1990 ont été rendues possibles grâce à des valorisations de départ extrêmement basses, des rendements obligataires élevés et des conditions économiques favorables qui ont permis une baisse continue des taux d'intérêt et alimenté une hausse durable des marchés d'actions et d'obligations. La donne est aujourd'hui inversée. Les rendements des obligations d'État affichent un niveau historiquement bas et, dans les prochaines années, une hausse des taux est beaucoup plus probable qu'un resserrement.

La détermination de la Réserve fédérale américaine à prévenir le risque de déflation et l'accroissement des déficits publics rendent peu probable une poursuite de la baisse des taux longs. Ce n'est pas pour autant que les taux vont remonter fortement dans l'immédiat. Tout dépendra de l'évolution de l'inflation qui, pour le moment, reste maîtrisée. Mais le simple constat de ce niveau historiquement bas des rendements obligataires nous conduit à prévoir des performances en obligations nettement inférieures à celles des deux dernières décennies.

Les marchés d'actions devraient également décevoir à court et à moyen termes. L'histoire nous apprend en effet que les marchés ne se redressent pas immédiatement après des périodes baissières durables ou prononcées. Au contraire, ils sont caractérisés par une forte volatilité: la performance annuelle des marchés après des périodes prolongées de pertes peut varier de + à -40 %, et ce pendant plusieurs années, avant de reprendre une tendance haussière (*graphique*).

Cette situation présente des opportunités pour l'allocation tactique d'actifs mais n'offre guère d'espoirs de rebond généralisé. L'expérience des marchés baissiers du passé n'est pas la seule raison à l'encontre de la thèse d'un futur rally boursier durable. Une grande partie de la récente croissance économique américaine provient des programmes d'abaissement d'impôts et de la volonté des ménages américains de dépenser les économies issues du refinancement de leurs crédits hypothécaires à des taux plus intéressants. Lorsque les effets de ces stimuli se dissiperont, les problèmes structurels (faible taux d'épargne, niveau d'endettement élevé des consommateurs et des entreprises, surcapacités de production, déficits budgétaires et de la balance courante) réapparaîtront et pèseront sur la croissance.

Confrontés à la baisse des rendements attendus des placements traditionnels, les investisseurs ne peuvent plus ignorer les classes d'actifs à hauts rendements, même si ces dernières s'accompagnent de risques plus élevés. D'autant plus que l'ajout d'un actif plus risqué dans un portefeuille mixte ne se traduit pas nécessairement par une augmentation du risque global du portefeuille. Au contraire, de faibles corrélations entre actifs peuvent même conduire à ce que l'ajout d'actifs plus risqués réduise le risque total du portefeuille.

C'est pourquoi il convient d'adopter structurellement une diversification la plus large possible en prenant un maximum de catégories d'actifs tels que les obligations à hauts rendements, les obligations des pays émergents, les obli-

gations convertibles, les valeurs immobilières, les actions de petites capitalisations, les actions des pays émergents et les *hedge funds*.

## **Hedge funds : la diversification par excellence**

L'effet de diversification considérable des *hedge funds* sur un portefeuille mixte mérite une attention toute particulière. Les avantages des *hedge funds* sont si importants que la question n'est plus de savoir s'il faut les inclure dans les portefeuilles mixtes, mais quand ? Si cet ajout est susceptible d'optimiser le rapport risque/rendement du portefeuille, il n'en résultera pas nécessairement une amélioration de la santé globale du fonds. En effet, le niveau d'exposition serait alors tel que le portefeuille serait affecté par d'autres types de risques inhérents à de nombreux *hedge funds*.

Ainsi les *hedge funds* ne sont pas très liquides: les rachats ne sont généralement autorisés qu'une fois par mois ou par trimestre et nécessitent un préavis de plusieurs semaines. Ces fonds sont également très opaques, rendant difficile le suivi de leurs investissements sous-jacents, de leurs processus d'investissement et du contrôle du risque. Enfin, il s'est avéré qu'ils étaient très sensibles aux risques opérationnels, environ 50 % des nouveaux *hedge funds* disparaissent dans les trois années suivant leur lancement. Cet élément a une implication importante pour les investisseurs cherchant à définir la meilleure allocation

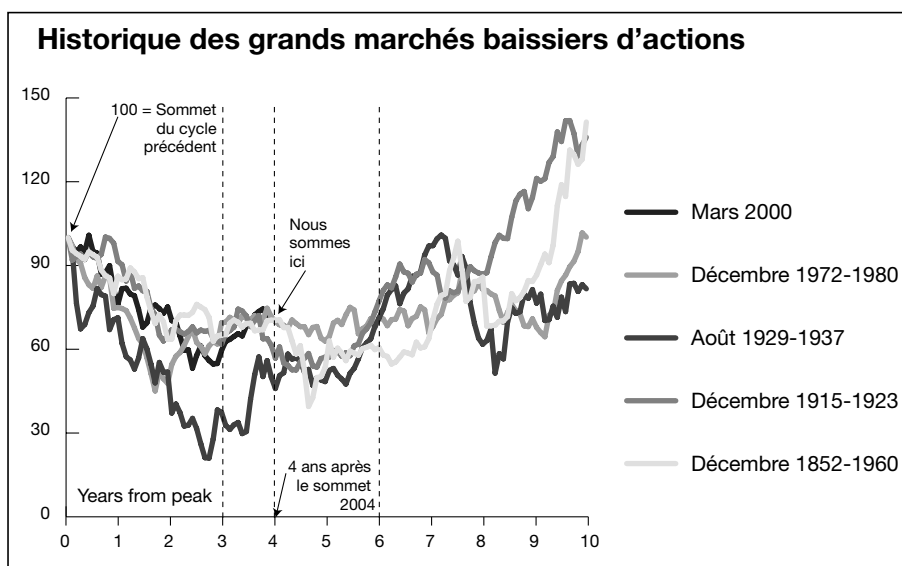


**Xavier Timmermans**  
Head product specialist  
asset allocation  
**Fortis IM**

pour les *hedge funds*. Les bases de données qui reflètent la performance des *hedge funds* en tant que classes d'actifs sont biaisées (phénomène du « *survivorship bias* ») parce qu'elles ne tiennent pas compte de la performance des fonds qui n'ont pas respecté leurs engagements. Il y a donc surestimation des performances et sous-estimation du risque. Avec une exposition aux *hedge funds* limitée par prudence à 10-15 %, les caractéristiques risque/rendement des portefeuilles profilés peuvent être significativement améliorées.

### Contrôler la volatilité et la corrélation

L'ajout de nouvelles classes d'actifs complexifie la gestion. La volatilité des classes d'actifs et les corrélations qui existent entre elles évoluent au fil du temps. Ces changements entraînent à leur tour une modification du risque de l'ensemble du portefeuille. C'est pourquoi, en l'absence de contrôles appropriés, le risque d'un portefeuille peut s'accroître et dépasser les limites considérées comme acceptables pour son profil risque/rendement. Vouloir exploiter au maximum ces nouvelles possibilités de diversification nécessite dès lors l'utilisation de nouveaux instruments de gestion du risque. Il est préoccupant de constater que ce risque tend à s'accroître durant les phases baissières de marchés, lorsque la volatilité et les corrélations entre les actifs ont tendance à s'accroître. L'histoire a montré que lors de chutes rapides des marchés, les corrélations pouvaient s'accroître de façon spectaculaire. Ainsi, la corrélation entre les obligations américaines à haut rendement et les obligations d'État américaines illustre parfaitement ces propos. D'un point de vue historique, la corrélation entre ces deux classes d'actifs est très faible. Entre janvier 1986 et octobre 2003, la corrélation entre les performances mensuelles de ces actifs fut ainsi de 14 %. Toutefois, en septembre 1987, la corrélation entre ces classes d'actifs a atteint 80 % lorsque les rendements des obligations d'État se sont tendus peu avant le krash du marché boursier. Inversement, la crise de liquidité en août et septembre 1998 a provoqué une chute de la corrélation à -62 %.



Il s'agit de situations extrêmes mais le message qui en ressort est clair : les corrélations entre divers actifs, quel que soit l'impact positif qu'elles puissent avoir la plupart du temps, peuvent être sujettes à des événements exceptionnels pouvant entraîner une hausse soudaine du risque du portefeuille.

L'implémentation d'une stratégie cherchant à exploiter au maximum le potentiel de diversification requiert la mise en place d'un outil de contrôle qui suit de près l'évolution de la volatilité et des corrélations des actifs. Tout processus d'investissement qui applique une stratégie de diversification optimisée doit donc intégrer des mécanismes permettant de protéger les gains et de stopper les pertes.

### Allocation du risque

Puisque les corrélations et la volatilité des classes d'actifs varient régulièrement, il convient de revoir fondamentalement le concept de gestion des portefeuilles mixtes. Au lieu de se concentrer sur l'allocation d'actifs, les gérants de tels portefeuilles feraient mieux de s'intéresser à l'allocation du risque.

La budgétisation du risque devrait être l'un des principaux éléments déterminant le processus d'allocation d'actifs. Cette approche consiste à allouer le risque absolu et relatif entre toutes les classes d'actifs. À cet effet, les gérants devraient convenir avec leur client, avant toute chose, d'un budget risque. Le budget risque absolu, la volatilité absolue ou la valeur exposée au

risque (*value at risk*) doivent être le moteur de l'allocation stratégique d'actifs. Le budget risque relatif se définit quant à lui comme la *tracking error* (écart de suivi) totale par rapport à l'indice de référence approuvé par le client. Cette *tracking error* dépend de l'objectif de surperformance.

Une fois le budget risque défini, il sera alloué là où il permettra de générer le plus de valeur ajoutée. Cette allocation se fera ainsi dans les classes d'actifs offrant les meilleurs ratios rendement/risque, là où le degré de conviction quant aux performances futures est le plus important et là où réside le plus grand potentiel de surperformance par unité de risque relatif. Parallèlement, le risque global du portefeuille peut être réduit en optimisant l'effet de diversification entre les différentes classes d'actifs et en prenant, au sein de ces classes d'actifs, des risques relatifs (*tracking errors*) faiblement corrélés. Pour y parvenir, les gérants doivent disposer d'un système leur permettant de mesurer les risques absolus et relatifs. Les processus classiques d'allocation d'actifs en sont incapables puisque leur approche *top-down* ne permet pas de prendre en compte complètement les capacités de génération d'alpha des gérants. Les fonds de *hedge funds* tentent quant à eux d'exploiter le talent des gérants mais le manque de transparence de leur processus d'investissement permet rarement de se faire une idée exacte du portefeuille sous-jacent et donc de mesurer le risque correctement.

Le logiciel APTPro (*encadré*), permet de fournir à ses analystes les

## Le logiciel APTPro

Ce logiciel propose aujourd'hui l'application commerciale la plus rigoureuse en matière d'Arbitrage Pricing Theory (APT) (modèle d'évaluation par arbitrage). Peu après son élaboration par Stephen Ross en 1976, le modèle APT s'est substitué à l'approche moyenne-variance sur laquelle repose le modèle Capital Asset Pricing Model (CAPM) (modèle d'évaluation des actifs financiers). La méthode APT se caractérise par son analyse multi-factorielle des marchés où, sauf exception, on n'essaie pas d'identifier ces facteurs, qu'ils soient macro-économiques ou autres. Du fait de son manque de transparence, l'optimisation de portefeuilles sur la base d'une telle analyse brute des chiffres est une approche de l'investissement dont l'expérience nous a montré qu'elle était difficile à faire accepter. Toutefois, il n'en va pas de même lorsque cette approche est retenue pour la prévision du risque; le modèle APT n'est en effet rien d'autre qu'un retraitement de la matrice de covariance ou un paramétrage du risque, permettant d'en extraire un certain nombre de données plus faciles à exploiter intellectuellement et à intégrer dans des formules. La sensibilité des différentes classes d'actifs et des titres individuels à ces facteurs détermine le risque global du portefeuille.

moyens nécessaires pour établir des prévisions de risque indépendamment du type de valeur et, par conséquent, des classes d'actifs concernées. Il est important de noter qu'il est possible d'intégrer dans cet instrument de mesure du risque toutes les positions individuelles des différents sous-portefeuilles gérés par les centres d'investissement, ainsi que la composition de leurs portefeuilles de référence respectifs. Ce système donne donc une idée extrêmement précise des risques réels relatifs et absolus des portefeuilles mixtes.

Il n'est pas recommandé d'utiliser de logiciel d'optimisation en tant que tel parce que les résultats sont trop sensibles à des changements mineurs au niveau des performances attendues. Il convient toutefois de calibrer les décisions en visant à améliorer le couple risque/rendement du portefeuille global sur la base d'une série de simulations spécifiques.

En soi, le risque est un élément positif dans le sens où il constitue une source potentielle de rendement. En revanche, les risques mal rémunérés, mal évalués ou inattendus peuvent nuire à l'investisseur. Le processus d'investissement doit s'efforcer précisément de les discerner préalablement à tout investissement.

### Un nouveau système s'impose :

#### le « smart benchmarking »

Ce nouveau modèle d'allocation du risque pose un autre problème, celui de savoir quel doit être le nouveau benchmark, la nouvelle référence du

portefeuille. En effet, le portefeuille de référence stratégique doit répondre aux besoins spécifiques des clients en matière de valeur exposée au risque (*value at risk*) ou de volatilité. Cette dernière peut toutefois être répartie de plusieurs façons, soit entre un nombre restreint de classes d'actifs (comme l'allocation classique aux actions et obligations), soit parmi une gamme plus variée de catégories d'actifs. Les sociétés de gestion se doivent d'offrir à leurs clients des solutions optimisées pour s'assurer que le budget risque absolu est utilisé le plus efficacement possible.

Un portefeuille de référence approprié pour un portefeuille mixte est, par définition, composé des indices de marché dont sont issues les différentes positions. Cet indice composite devrait être la meilleure alternative indicielle à une gestion active et donc la meilleure référence permettant d'évaluer la gestion active. L'ajout de nouvelles classes d'actifs dans un portefeuille de référence composite complique le concept de gestion benchmarkée. En effet, reconnaître que l'allocation d'actifs doit être revue afin de maximiser la performance dans un environnement de marché en constante évolution, signifie que l'approche classique est devenue obsolète. Le meilleur benchmark est le meilleur portefeuille passif qui pourrait être adopté comme alternative à la gestion active. L'adoption d'un *smart benchmark* qui inclut les nouvelles catégories d'actifs augmente la probabilité que les gérants en tiennent compte dans leur allocation tactique.

Bien entendu, dans certaines circonstances, il sera plus prudent de sous-pondérer sensiblement certains actifs, voire de les éviter. En moyenne toutefois, si ces actifs font partie du portefeuille de référence, les gérants seront plus enclins à les inclure dans leurs portefeuilles que s'ils faisaient uniquement partie de l'univers d'investissement de ces derniers.

Puisque les corrélations, la volatilité et les perspectives de rendement à long terme varient au fil du temps, plus l'indice de référence sera complexe, plus des révisions périodiques fréquentes s'avèreront nécessaires. Le concept de *smart benchmarking* est dès lors dynamique et permet une diversification optimale dans un environnement où la volatilité et la corrélation fluctuent avec le temps et où l'attrait pour certaines classes d'actifs augmente ou diminue provisoirement. Toutefois, il ne s'agit pas d'un obstacle majeur, en particulier pour les fonds de pension qui sont soumis à des révisions régulières de leurs indices de référence en raison notamment de modifications de leur passif.

En conclusion, on peut dire que pour les fonds qui cherchent à dégager plus de performance, la diversification par un plus grand nombre de catégories d'actifs doit être la stratégie maîtresse. L'utilisation de classes d'actifs telles que les obligations d'entreprises, les convertibles, les obligations des pays émergents, les obligations à haut rendement, les valeurs immobilières, les petites capitalisations, les actions des pays émergents et les *hedge funds* permet d'augmenter le niveau de rendement attendu sans toutefois accroître le risque (ou inversement, de réduire le risque tout en conservant le même niveau de rendement).

Cette palette élargie d'actifs augmente également les possibilités pour le gérant de créer une valeur ajoutée au travers d'une allocation tactique.

L'exploitation du potentiel de diversification requiert le contrôle strict de la volatilité et des corrélations des actifs. À cet effet, les gérants doivent disposer des compétences nécessaires pour exploiter les systèmes de contrôle du risque qui peuvent mesurer de façon précise le niveau de risque d'un portefeuille mixte aux interactions complexes et fournir de meilleurs indices de références répondant parfaitement aux nouveaux objectifs de leurs clients. ●