

# Dynamiser l'allocation d'actifs grâce à la gestion alternative

**Après plusieurs années d'hégémonie de la gestion indicielle, l'allocation d'actifs dynamique fait un retour en force. Face à cette recherche de rendement absolu, la gestion alternative prend toute sa signification.**



**Philippe Troesch**  
Managing Director  
CSAM France

■ L'allocation d'actifs est devenue depuis quelques années une question primordiale dans un monde où la gestion est dominée par l'approche anglosaxonne basée sur un concept de gestion pure à référence indicielle et à faible *tracking error*. De peur que le gestionnaire ne s'évade dans une imagination créative et ne vienne à s'éloigner des indices, les cabinets de conseil ont imposé une véritable dictature du *benchmark* et ainsi appauvri la notion d'allocation d'actifs.

*« L'allocation d'actif doit permettre de minimiser le risque et de dynamiser le rendement. »*

Par définition, la gestion indicielle et l'allocation d'actifs sont relativement opposées. La première procède à une réorientation des portefeuilles, afin de suivre au plus près les indices de référence avec une marge de manœuvre plus ou moins grande, la seconde sera induite par la volatilité des marchés qui sera à l'origine des rebalancements des actifs financiers.

La bulle financière, son éclatement et les désordres qui ont suivi, ont remis à l'honneur l'allocation d'actifs et ont terni l'image de la gestion indicielle. La prédominance du tout action ou du tout obligataire a montré ses limites

dans des marchés où la liquidité est abondante, où la multiplication des instruments financiers permet de jouer et de gagner aussi bien à la hausse qu'à la baisse. La volatilité des marchés et sa variation sur des périodes relativement courtes remettent en question les approches à long terme basées sur des statistiques de marché. La plupart du temps, l'allocation d'actifs est dévolue à l'investisseur institutionnel et le gestionnaire doit se contenter de suivre des indices selon un *tracking error* défini à l'avance.

Enfin, au cours de ces dernières années, la valeur ajoutée des gérants a été relativement pauvre dans son ensemble. Face à cette situation, un certain nombre d'études et d'analyses ont montré qu'une allocation d'actifs dynamique pouvait apporter des performances non négligeables dans un environnement de risque maîtrisé, notamment si les besoins des clients étaient préalablement définis. C'est la gestion « actif passif » qui a réintroduit cette notion d'allocation d'actifs dynamique. En effet, depuis plusieurs années, les analyses des investisseurs ont permis de déterminer des critères d'allocation et des contraintes de risque et de temps afin de pouvoir éviter des décalages trop importants entre les ressources de ce passif et le rendement des actifs. Ainsi, dans un régime de retraite par répartition, ce besoin se fait moins sentir que pour des fonds de pension ou des régimes fermés qui doivent produire un minimum de rendement pour payer

les prestations. Dans un environnement de taux élevés, cela ne posait aucun problème, mais aujourd'hui la faiblesse des taux à long terme et l'extrême volatilité des marchés actions obligent à des réallocations dynamiques.

Si la question de l'allocation est ouverte chez les institutionnels, elle est également importante chez un client privé. Les actions qui apparaissent sur le long terme comme le seul placement « intelligent » ont été remises en question par la volatilité des marchés, les clients privés ont dû faire une introspection et se déterminer en fonction de leurs appétits au risque. Ainsi les profils sont nés, impliquant une répartition entre les trois classes d'actifs traditionnels (monétaires obligataires et actions) selon que ces clients seraient prudents, équilibrés ou dynamiques.

## Les méthodes d'allocation d'actifs

L'allocation d'actifs doit permettre de minimiser le risque et de dynamiser le rendement. Pour l'optimiser, il faut diversifier ses actifs selon un principe de décorrélation. En général, ce principe est respecté par les évolutions des marchés d'obligations et d'actions en ce sens que lorsque les marchés actions baissent, le prix des obligations monte et inversement. Cette notion de diversification présente des limites et il peut arriver que les deux marchés soient corrélés. En 1994, on a observé une hausse des taux longs et une forte baisse des marchés ac-

## Corrélation des performances mensuelles

Évolution de l'indice Trémont (indice de référence pour la gestion alternative), le MSCI World et le JP Global Government Bond entre le 31 décembre 1993 et le 31 décembre 2003

	CSFB Trémont	MSCI World	JP Global Bond
CSFB Trémont	100.00 %		
MSCI World	46.66 %	100.00 %	
JP Global Bond	-9.49 %	3.44 %	100.00 %

## Performances des différents indices sur 10 ans

	Total Return	Volatilité annualisée	Return annualisée	% mois > 0	Meilleur mois	Mois le + mauvais
CSFB Trémont	186.89 %	8.48 %	11.02 %	70.83 %	8.53 %	-7.55 %
MSCI World	73.15 %	14.72 %	5.60 %	60.00 %	8.91 %	-13.45 %
JP Global Bond	94.31 %	6.35 %	6.81 %	57.50 %	5.65 %	-3.34 %

Source : Bloomberg.

tions et en 1998, la crise des marchés émergents avait provoqué un recul des obligations privées et des marchés actions. De plus en plus souvent, les obligations *corporate* réagissent dans le même sens que le marché actions.

*« Au cours de ces dix dernières années, la gestion alternative a fait ses preuves et apparaît aujourd'hui beaucoup moins volatile que la gestion action. »*

La gestion de bon père de famille a fait place aux modèles d'optimisation avec leurs courbes d'efficience qui ont conduit à une gestion plus efficace de l'allocation d'actifs. Cependant, ces modèles restent encore statiques et dépendent des données qui leur sont fournies et des contraintes imposées. Toutefois, les nouvelles générations de modèles ont une approche par la volatilité et tiennent compte du facteur temps. Ils se présentent souvent sous la forme d'enveloppe de risque dynamique et intègre une notion de durée. En effet, l'allocation en termes de risque n'est pas la même si l'horizon de placement est limité à 6 mois ou à 5 ans. Le deuxième facteur dont tient compte ces modèles est la volatilité : ils agissent sous des contraintes de volatilité précises et lorsque l'enveloppe se déforme, c'est-à-dire lorsque le risque augmente ou

baisse, des réallocations sont effectuées quelles que soient les prévisions de marché. Dans un environnement où la volatilité des marchés action frise les 40 %, il est difficile de maintenir une grande proportion d'action alors que l'on a comme objectif de volatilité pour l'ensemble du portefeuille 10 %.

Dans cette nouvelle approche de volatilité maîtrisée et de rendement absolu et non relatif, la gestion alternative prend toute son importance et permet de répondre à un souci de diversification, absent des classes d'actifs traditionnels.

### L'apport de la gestion alternative

En premier lieu, il faut définir le concept de gestion alternative. Dès qu'un gérant n'utilise pas la gestion indiciaire classique, n'est-il pas en train de faire de la gestion alternative sans le savoir ? Cette dernière exclut de fait la gestion dite « benchmarkée ». De plus, elle n'utilise pas nécessairement des effets de levier, mais le gérant utilise les mouvements de marché dans les deux sens. Ainsi, chaque fois qu'un fonds classique met en place une couverture, n'entre-t-il pas dans la catégorie des gestions alternatives ? La gestion alternative peut prendre des formes totalement diverses où la recherche de la performance absolue est le seul mot d'ordre. Il est clair que son développement n'est pas uniquement un effet de mode, mais tient aussi à la faiblesse des taux d'intérêt à court et long termes.

L'existence d'une telle diversité conduit les investisseurs à la considérer comme une classe d'actif en soi. La grande nouveauté est qu'il ne suffit pas d'avoir un ou deux fonds de gestion alternative pour obtenir cette décorrélation tellement recherchée, mais un plus grand nombre de fonds, qui englobent différents styles de gestion décorrélés entre eux. Les investisseurs recherchent une classe d'actifs qui ne va pas évoluer de la même manière que les autres actifs traditionnels, notamment en apportant un rendement conséquent avec une volatilité acceptable.

Au cours de ces dix dernières années, la gestion alternative a fait ses preuves et apparaît aujourd'hui beaucoup moins volatile que la gestion action qui ne cesse d'être perturbée par des éléments exogènes incontrôlables (*voir encadré*). Pour beaucoup d'investisseurs, l'apport de la gestion alternative est indiscutable, car elle marie à la fois le contrôle du risque et des perspectives de rendement non négligeables. Grâce aux revenus qu'elle procure, elle a attiré des talents qui font montre d'un savoir-faire impressionnant. La capacité de ces gestionnaires à utiliser les mouvements aussi bien à la hausse qu'à la baisse leur permet de générer des rendements stables et constants dans le temps. Ce type de gestion prend alors toute son importance dans une allocation d'actifs qui, par définition, essaie d'optimiser un rendement tout en maîtrisant les risques de marchés. ●