

GESTION D'ACTIFS

LE RETOUR DE L'ALLOCATION TACTIQUE



Jean-François Boulrier

Responsable gestion
taux euro et crédit
Crédit Agricole
Asset
Management



Maria Hartpence

Head of Investment
Research
Sinopia
Asset
Management

Après des années de doute, l'allocation tactique retrouve des partisans. Quelle peut être la nature de sa valeur ajoutée ? Le Prix Banque & Marchés 2005 (récompensant le meilleur article publié dans la revue scientifique de l'AFFI et du groupe Revue Banque), apporte des réponses originales à une question que les investisseurs se posent avec un intérêt renouvelé.

L'allocation d'actifs est un thème central de la gestion de portefeuille. Environ 90 % de la performance *ex post*, après quelque 10 ans, est attribuable à l'allocation de portefeuille entre les principales classes actions, obligations et cash. Pourtant, cette décision majeure est souvent mal comprise ou mal appliquée. Par exemple, les fonds profilés ayant des allocations fixes, de type prudent, équilibré ou dynamique ont été vendus avec des horizons parfois trop courts pour que la performance attendue attribuable à l'allocation stratégique (*glossaire*) ait quelque chance de se rapprocher de la performance réalisée. Par ailleurs, de nombreux investisseurs, y compris certains institutionnels, n'ont pas effectué

les "rebalancements" nécessaires ; en laissant dériver les allocations d'actions à la hausse pendant la bulle Internet et à la baisse pendant la chute, ils n'ont pas bénéficié de l'effet stabilisateur d'une allocation à poids constants qui force à vendre quand les prix sont élevés et à acheter quand les prix sont bas.

UNE TRAVERSÉE DU DÉSERT

Des déboires considérables ont ainsi été enregistrés pour de nombreux fonds de pension qui, fin 2005, étaient majoritairement sous-capitalisés tant aux États-Unis qu'en Grande-Bretagne. Les responsables de ces fonds se sont retournés vers leurs conseillers qui, faute de pouvoir complètement traiter la dimension tactique de l'allocation, qui est une spécialité de la gestion de portefeuille, ont souvent éludé la question. L'allocation d'actifs a donc connu une traversée du désert tout à fait propice au développement d'une gestion non

“Une excellente prévision peut n'avoir aucun effet sur la performance et une excellente allocation peut être fondée sur une prévision médiocre.”

“benchmarkée”, dont la référence est un index monétaire. Pourtant, le rebond des Bourses a redonné courage et quelque crédit (hélas, performance passée oblige) à l'allocation d'actifs dans des formes renouvelées, avec des univers plus larges (actions *small caps* et internationales, obligations indexées sur l'inflation et à haut rendement, gestion alternative) et des approches moins mécaniques laissant plus de place à l'expression du talent de l'*asset manager* et au pilotage du risque du portefeuille relatif au bilan des institutions (*liability driven investment*). Il est donc particulièrement opportun d'essayer d'éclairer le débat sur la valeur ajoutée de l'allocation tactique (*glossaire*).

L'APPROCHE DES ALLOCATIONS PAR LES PRIMES DE RISQUE

Allouer n'est pas synonyme de prévoir. Une excellente prévision peut n'avoir aucun effet sur la performance et une excellente allocation peut être fondée sur une prévision médiocre. Pour comprendre ce paradoxe, il suffit de constater humblement que nos capacités prévisionnelles sont modestes (pour les meilleures) et faibles en général. Plusieurs études sur les consensus, par exemple, montrent que le seul domaine dans lequel les prévisions économiques sur les variables financières ont une valeur ajoutée (certes limitée) concerne l'évolution des taux courts, autrement dit, la politique monétaire

1. CALCUL DE LA PRIME ACTION

UN MODÈLE D'ALLOCATION TACTIQUE SIMPLE

« La question est de savoir ce qui est le plus efficace pour la gestion de portefeuille entre, d'une part, la prévision des fondamentaux qui va modifier la valeur de la prime dans le cycle économique et, d'autre part, la détection de la composante d'écart entre la valeur d'équilibre et les prix de marché. »

■ L'écart de performance entre les actions et les obligations s'appelle la prime action. Sa valeur est de l'ordre de 4 à 5 %. Fait étonnant, considérant les données historiques françaises, la prime du XIX^e siècle qui a vu l'émergence de l'économie industrielle sans inflation vaut 4,5 % et celle du XX^e qui a vu se développer les services dans un environnement très inflationniste vaut également 4,5 %. Cette valeur correspond à la moyenne des différents marchés étudiés par Elroy Dimson sur quelque 50 pays au cours du XX^e siècle. Mais la prime anti-

cipée varie considérablement sur les marchés. Une façon classique et très efficace de la mesurer, consiste à comparer le prix de marché (l'indice actions, par exemple) et de valeur actualisée des dividendes versés par les titres (comme dans le modèle dit de Gordon Shapiro). Le taux de rentabilité équilibrant l'un et l'autre peut être comparé aux taux obligataires. La prime résultant de l'écart des deux peut ensuite être comparée à la prime historique... Un modèle d'allocation tactique très simple et très efficace.

conduite par les banques centrales. Il faut une certaine dose de stoïcisme pour accepter cet état de fait, mais l'humilité est salutaire. L'étape suivante consiste à abandonner l'objectif de prévoir, au profit de celui de créer de la valeur, sans vouloir prétendre savoir quand elle va se réaliser. *Back to basics* : acheter bon marché, vendre cher ! C'est l'essence de l'approche des allocations par les primes. Les investisseurs réclament une prime de risque pour tout risque pris ; ainsi, la rentabilité des obligations doit être plus forte en moyenne sur le cycle économique que le placement à court terme. De la même façon, les rentabilités attendues sur les actions doivent être supérieures à celles des obligations. Le ratio de Sharpe (*glossaire*), défini par des primes relatives au placement sans risque et la volatilité, peut être considéré comme une constante à très long terme, de

l'ordre de 0,25 à 0,35. Pourtant, les mouvements incessants de prix des actifs financiers et des taux à court terme impriment des variations substantielles aux primes anticipées (*encadré 1*). L'idée consiste alors à déceler quand les primes offertes par le marché sont plus élevées que leur moyenne à long terme et d'acheter (ou de surpondérer) la classe d'actifs ; symétriquement, lorsque les primes sont faibles ou nulles, comme la prime actions à la veille du krach de 1987, on vend la classe d'actifs (ou on la sous-pondère).

EXPLIQUER LA VARIATION DES PRIMES

Par quoi les primes sont-elles influencées ? La conjoncture est le premier candidat pour expliquer la variation des primes. Des modèles économétriques sophistiqués ont été inventés dans les années quatre-vingt-dix et utilisés pour

repérer les mouvements simultanés de l'économie et des marchés financiers (*encadré 2*). Leur fondement peut être trouvé dans la théorie économique liant les taux à l'inflation et les déficits, les actions aux taux, de nouveau, et aux profits futurs. L'idée sous-jacente de ces modèles est que la valeur d'équilibre des marchés reflète les fondamentaux et que les prix oscillent autour de cette valeur d'équilibre, avec une force de rappel d'autant plus intense que l'écart est important. Ainsi, les primes peuvent être variables, soit parce que les fondamentaux varient, soit parce que les marchés, trop volatils, n'ont pas inclus l'anticipation d'évolution, soit enfin parce qu'ils ont sur-réagi à cette anticipation, situations somme toute assez fréquentes. La question est alors de savoir ce qui est le plus efficace pour la gestion de portefeuille entre, d'une part, la prévision des fondamentaux qui va

2. MODÈLES ÉCONOMÉTRIQUES

Co-intégration et modèles à correction d'erreurs

■ Une relation d'équilibre dénote une relation (linéaire) moyenne, structurellement stable entre le niveau d'une variable γ_t (que l'on veut expliquer) et un groupe de variables (explicatives) χ_t . Statistiquement, on a :

$$\gamma_t = \alpha + \beta\chi_t + v_t \quad (1)$$

où α et β sont les coefficients de la relation d'équilibre, et v_t représente l'écart entre la variable γ_t et son niveau d'équilibre $\alpha + \beta\chi_t$. Cette relation est bien un équilibre à long terme si les écarts

$v_t = \gamma_t - \alpha - \beta\chi_t$ sont de moyenne nulle et stationnaires.

Le modèle à correction d'erreurs dans le contexte de l'équation (1) considère l'impact du déséquilibre sur l'évolution de la variable γ_t .

où ζ mesure l'autocorrélation de v_t , γ mesure l'impact des mouvements de variables explicatives sur γ_t dans le court terme et ε_t est un terme d'erreur (bruit blanc).

«Prévoir peut apporter de la valeur, si l'on sait prévoir le cycle, mais détecter les sur ou sous-évaluations des marchés à fondamentaux donnés est manifestement plus efficace.»

modifier la valeur de la prime dans le cycle économique et, d'autre part, la détection de la composante d'écart entre la valeur d'équilibre et les prix de marché. C'est l'objet de notre propos qui distingue la gestion fondée sur l'évolution des fondamentaux (dénommée *fundamental driven asset allocation*) et la gestion fondée sur la détection d'écart à l'équilibre (dénommée *tactical asset allocation*).

Pour ce faire, nous avons étudié deux marchés actions et obliga-

tions dans deux régions, États-Unis et Europe (zone euro), sur des périodes couvrant plus d'une vingtaine d'années, autrement dit, plusieurs cycles économiques. Les modèles utilisés sont fondés sur la théorie économique, mais restent à dessein très simples ; nous avons fixé arbitrairement les durées de retour à la moyenne à quelque 6 à 12 mois. Nous avons effectué des simulations rétrospectives de l'utilisation de ces modèles, en modifiant l'allocation tous les trimestres, en comparant l'allocation résultant de la prévision de variation de prime liée au cycle, supposant les fondamentaux parfaitement anticipés (FDAA), et l'allocation tactique (TAA) résultant de l'écart d'évaluation pour les marchés.

Les résultats sur la période concernée et avec les modèles utilisés, montrent que FDAA et TAA apportent de la valeur pour les données américaines et européennes. Dans les deux cas, la TAA apporte environ deux fois plus de valeur ajoutée. Les ratios d'information sont de respectivement 0,2 et 0,5 aux États-Unis et

0,4 et 0,7 en Europe, le ratio d'information étant défini comme le surplus de rentabilité apporté, divisé par le surplus de risque.

L'ALLOCATION TACTIQUE EST INCONFORTABLE

En un mot, anticiper peut apporter de la valeur, si l'on sait prévoir le cycle, mais détecter les sur ou sous-évaluations des marchés à fondamentaux donnés est manifestement plus efficace. La combinaison des deux est encore meilleure ! Il n'y a aucune raison pour que les prix reflètent constamment les fondamentaux, mais ils ne peuvent pas s'en éloigner durablement. Les prix résultent d'un équilibre entre acheteurs et vendeurs (et émetteurs), et cet équilibre peut être influencé par toutes sortes d'éléments objectifs (besoins de liquidités, contraintes de réglementation) ou subjectifs, peur ou cupidité. Warren Buffet, surnommé le "sage de Omaha" recommande "d'avoir peur lorsque les autres investisseurs sont cupides et d'être cupide quand les autres investisseurs ont peur". Cette réflexion indique, à juste titre, que l'allocation tactique est inconfortable, en ce sens qu'elle consiste à apporter de la liquidité aux autres investisseurs dans les périodes de déséquilibre et à encaisser ainsi une prime plus forte. Le prix à payer pour toucher de telles primes est l'inconfort d'être à contre-courant. Une telle attitude se rencontre, également, chez certains *hedge funds*.

Il faut souligner le caractère stabilisateur de telles stratégies et donc, leur haute valeur économique, régulatrice et orientée vers le long terme. L'efficacité d'une telle attitude ne devrait-elle pas être véritablement reconnue ? Ne devrait-elle pas être encouragée, voire subventionnée ? ■

GLOSSAIRE

■ **Allocation stratégique** : la répartition d'un portefeuille en classes d'actifs (actions, obligations, titres monétaires pour les plus connus) est l'allocation stratégique.

■ **Allocation tactique** : elle consiste à optimiser le rendement d'un

portefeuille en faisant varier la part des classes d'actifs qui le compose.

■ **Ratio de Sharpe** : il mesure la capacité d'un gérant à obtenir une rentabilité supérieure à celle d'un placement sans risque avec le moins de volatilité possible.