



ROBERT SEILER  
PEAK PARTNERS

## LA SÉLECTION ET L'ALLOCATION D'ACTIFS

Les investisseurs ont aujourd'hui tendance à rechercher du rendement à tout prix. Conseils utiles.

### QUELLE EST LA DIFFÉRENCE ENTRE ALLOCATION D'ACTIFS STRATÉGIQUE ET ALLOCATION D'ACTIFS TACTIQUE?

L'ALLOCATION STRATÉGIQUE, par définition, varie peu dans le temps. Une caisse de pension, par exemple, va rechercher à construire un portefeuille qui va lui permettre de générer les cash flows nécessaires à honorer ses obligations vis-à-vis de ses affiliés. Ces obligations étant relativement stables et aisées à projeter sur le long terme, il est logique que l'allocation d'actifs requise n'ait pas vocation à être modifiée périodiquement. A contrario, l'allocation tactique implique des changements fréquents de classes d'actifs au sein du portefeuille. Les décisions sont prises soit par un Comité d'Investissement, soit par un modèle de gestion systématique. L'objectif étant à la fois de saisir des opportunités d'investissement à court terme, mais également réduire le risque sur certaines classes d'actifs à certains moments. Le profil rendement/risque des classes d'actifs n'étant pas stable dans le temps, il n'est pas illogique de chercher à profiter de ces variations.

### COMMENT CELA S'INSCRIT-IL DANS LE DÉBAT SÉCULAIRE ENTRE GESTION ACTIVE ET GESTION PASSIVE?

CLAIREMENT, LES ADEPTES DE LA GESTION PASSIVE vont se positionner sur une allocation stratégique, et sélectionner des instruments passifs (ETFs, fonds/mandats passifs) pour la répliquer dans le portefeuille. Ces derniers

estiment que les marchés financiers ne sont pas prévisibles et qu'il est donc plus efficient de s'exposer à des classes d'actifs bien diversifiées et sur le long terme, afin de capturer la prime de risque. Ils rappellent également, à juste titre, que la gestion active est beaucoup plus coûteuse (frais de gestion et frais de transaction) que la gestion passive - et c'est un argument auquel les caisses de pension, notamment, sont particulièrement sensibles. De leur côté, les adeptes de la gestion active vont privilégier une allocation tactique, car ils estiment que la volatilité et les cycles des marchés ne doivent pas être subis, mais au contraire que cela représente des opportunités à saisir. Sans forcément prétendre prévoir l'évolution des marchés financiers, l'allocation tactique permet de réduire l'exposition sur une classe d'actif lorsque son rapport rendement/risque devient moins attractif, comme c'est le cas depuis un certain temps pour les obligations d'Etat des pays développés, ou plus récemment pour les marchés d'actions en général. Le débat peut être tranché d'une manière originale. En effet, il est démontré que la décision d'allocation d'actifs est la principale source de performance d'un portefeuille, alors que le choix des instru-

ments au sein de chaque classe d'actifs a un rôle mineur. Adopter une allocation tactique en utilisant des instruments passifs est donc un moyen de réconcilier tout le monde!

### LES INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS SONT-ILS DES CLASSES D'ACTIFS A PART ENTIÈRE?

OUI, INDISPUTABLEMENT. UNE CLASSE D'ACTIF NE SE DÉFINIT PAS PAR CE QU'ELLE CONTIENT, mais par ses caractéristiques de rendement/risque. L'immobilier, le Private Equity, les commodities, par exemple, ont des profils très différents et offrent ainsi des opportunités de rendement, mais aussi une diversification des risques appréciables dans le cadre d'une allocation d'actifs. Les hedge funds sont un cas un peu plus complexe, car il existe de nombreuses stratégies ayant chacune ses propres caractéristiques de rendement/risque. La stratégie Merger Arbitrage est ainsi structurellement différente des Managed Futures. Attention cependant aux stratégies soi-disant alternatives mais qui ne s'avèrent être qu'une version à levier d'une classe d'actif plus traditionnelle (par exemple, les hedge funds Emerging Markets). ●●●

### QUELLES SONT LES LIMITES DE L'ALLOCATION D'ACTIFS CLASSIQUE?

**LES SYSTÈMES D'OPTIMISATION CLASSIQUES**, basés sur des données historiques (matrice de corrélations et estimation des primes de risque), font aujourd'hui face à plusieurs défis non triviaux. Le premier est bien entendu la fin du cycle trentenaire du marché obligataire, en tout cas sur les marchés développés. Il faut désormais tenir compte d'une grande incertitude quant aux performances à moyen et à long terme sur ces marchés, qui représentaient il y a encore peu une classe d'actif incontournable.

Un autre défi est constitué par l'émergence de nouvelles classes d'actifs (comme les investissements alternatifs évoqués plus haut), dont l'historique est limité. On ne connaît donc pas leur comportement dans certaines phases de marché, par exemple une longue période de taux très bas, ou une forte remontée de l'inflation (dont le dernier épisode remonte à la fin des années '70). Il faut donc être conscient de ces limitations lorsqu'on incorpore ces nouvelles classes d'actifs dans toute optimisation d'allocation d'actifs.

### QUELS SONT LES DÉVELOPPEMENTS RECENTS DANS LE DOMAINE?

**IL EXISTE DE NOMBREUX DÉVELOPPEMENTS**, qui ont pris un nouvel essor la crise financière de 2008. Un axe de recherche intéressant est lié au Regime Switching: il s'agit de modèles quantitatifs qui cherchent

à identifier les changements de régime sur des marchés financiers. Par exemple, on peut caractériser un marché d'actions comme étant soit dans un régime de basse volatilité (qui correspond généralement à une phase haussière sans grands soubresauts), soit dans un régime de haute volatilité, où les corrections, voire les phases de forte baisse, sont beaucoup plus probables. Dans le cadre d'une allocation tactique, l'exposition à ce marché dépendra ainsi directement du régime dans lequel il se trouve.

Un autre développement concerne les instruments financiers utilisés pour implémenter l'allocation d'actifs dans un portefeuille. L'arrivée des ETFs dits Smart Beta permettent aux investisseurs de s'exposer directement à de nouvelles classes d'actifs, ou à des styles de gestion, et ce à un coût très bas. Sur le marché des actions on peut citer par exemple le style momentum, qui réplique une stratégie systématique de suivi de tendance, ou encore le style minimum volatility qui réplique une stratégie systématique de création de portefeuilles dits 'minimum variance'.

Enfin, on peut citer également les Liquid Alternatives, qui sont des instruments répliquant des stratégies alternatives tout en offrant une liquidité journalière (comme certains UCITS), voire même plusieurs fois par jour (ETFs). Cela a un intérêt particulier dans le cadre d'une allocation tactique, qui nécessite une liquidité transactionnelle élevée. Attention cependant à ne pas prendre des vessies pour des lanternes: certains de

ces produits cachent d'autres risques, pas forcément évidents de prime abord, comme un risque de contrepartie (réplication synthétique), voire... un vrai risque de liquidité (gates dans les fonds UCITS, faible liquidité de certains marchés de futures, etc.).

### EN CONCLUSION?

**DANS UN MONDE À TAUX ZÉRO**, on constate une tendance lourde parmi les investisseurs à rechercher du rendement à tout prix. Cela pousse les classes d'actifs risquées traditionnelles (actions, obligations privées) à des niveaux de valorisations élevés, tout en rendant une classe d'actifs traditionnellement sûre - les obligations d'Etat - totalement inattractive, voire carrément risquée. Cette Financial Repression, voulue par les grandes banques centrales pour relancer les économies après la crise financière de 2008, est donc en train de causer des déséquilibres majeurs dans les principales classes d'actifs. Cette situation est totalement inédite et nous n'avons donc aucun repère historique sur lequel baser nos scénarios. C'est le défi majeur de la génération actuelle des professionnels de la gestion d'actifs. ■



Robert Seiler est associé chez Peak Partners depuis 2007, où il a mis en place la gestion d'allocation tactique axée sur la performance absolue. Son expertise en allocation d'actifs remonte à 1997, avec le développement d'un modèle d'optimisation de portefeuille pour une clientèle institutionnelle chez UBS Asset Management. Il a par la suite amélioré ce modèle en y ajoutant des classes d'actifs alternatives, ainsi qu'un outil de simulation de portefeuille. Titulaire des diplômes CFA et CAIA, il enseigne également à la Haute Ecole de Gestion de Genève, dans l'orientation Banque et Finance.