



ALLOCATION D'ACTIFS, VARIATION DES PRIMES DE RISQUE ET BENCHMARKS

OLIVIER DAVANNE *

THIERRY PUJOL **

En matière de gestion financière, il existe deux sources principales de performance (en laissant de côté ce qui relève simplement de « l'art » de l'optimisation fiscale). D'une part, l'investisseur doit avoir une allocation d'actifs adaptée à ses objectifs, c'est-à-dire répartir ses investissements entre les différentes classes d'actifs (obligations d'État, obligations d'entreprises, actions en différentes devises) de façon à maximiser le rendement attendu dans une « enveloppe » de risque donnée. D'autre part, il doit sélectionner de bons gérants pour optimiser la performance au sein de chaque classe d'actifs. L'importance respective de ces deux étapes dans la qualité d'une gestion est l'objet de controverses. Sur une période d'un an, les différences de performances entre gérants opérant sur une même classe d'actifs peuvent être très significatives, d'où l'importance accordée au choix du gestionnaire. Mais elles tendent à diminuer sur des périodes plus longues. De plus, la plupart des investisseurs cherchent à limiter le risque d'erreur dans la phase de sélection des gérants en diversifiant les placements entre différents gérants, voire en ayant recours aux fonds indiciels qui visent à obtenir la performance moyenne de la classe d'actifs considérée. Au final, on considère ainsi généralement que c'est surtout l'allocation d'actifs, plus que la sélection des gérants, qui explique dans la durée la dispersion observée des performances de gestion¹.

Il existe aujourd'hui dans ce domaine clé de l'allocation d'actifs une pratique dominante, bien qu'elle ait, nous le verrons, des justifications

* Associé DPA Conseil, Professeur associé à l'Université Paris-Dauphine.

** Associé DPA Conseil.



académiques et théoriques plus qu'incertaines. Cette pratique distingue la phase « d'allocation stratégique », où est déterminée la structure « normale » du portefeuille compte tenu des caractéristiques propres de l'investisseur (horizon d'investissement, aversion au risque...), et la phase « d'allocation tactique » où sont prises en compte les configurations de marché particulières qui justifient, à un instant donné, un écart à l'allocation stratégique. Une fois fixée, l'allocation stratégique d'un investisseur est très rarement modifiée. Inversement, l'allocation tactique est revue fréquemment, et la performance qui en découle est généralement strictement contrôlée grâce à l'usage des *benchmarks* que nous décrirons plus précisément.

Ce « modèle dominant », fondé sur le triptyque allocation stratégique rigide, allocation tactique mobile et *benchmarking* des performances tactiques, a clairement échoué depuis le milieu des années 1990. Il a notamment conduit la plupart des investisseurs à être surexposés aux actions au pic du marché en 1999-2000, puis souvent aussi au risque dollar en 2000-2001, alors que celui-ci était clairement surévalué. Ce triptyque dominant connaît aujourd'hui une crise larvée et l'insatisfaction des investisseurs s'est surtout traduite, à tort ou à raison, par la critique des effets pervers produits par les *benchmarks*.

Pour certains, il serait cependant urgent de ne rien changer car la performance médiocre de la plupart des allocataires d'actifs depuis la fin des années 1990, et la frustration des investisseurs qui l'accompagne, s'expliquerait surtout par la conjoncture financière exceptionnelle des dernières années (mythe de la nouvelle économie, effets de l'introduction de l'euro...). Cet article défend la thèse inverse et souligne le vice de forme fondamental du processus aujourd'hui dominant d'allocation d'actifs : son incapacité à produire des portefeuilles adaptés quand les primes de risque que l'on peut percevoir sur les différentes classes d'actifs varient fortement. Cette variabilité est difficilement discutable - voir, par exemple, les cycles impressionnants de sous-évaluation/surévaluation du dollar - et a des conséquences très importantes sur l'allocation d'actifs souhaitable pour un investisseur donné (première partie). Or, nous verrons (deuxième partie) que le modèle dominant est implicitement fondé sur l'idée selon laquelle les rendements attendus sur les différentes classes d'actifs sont assez stables au cours du temps. Ainsi, l'échec du processus dominant n'est pas conjoncturel : il semble par nature incapable de répondre aux besoins des investisseurs quand les marchés connaissent des cycles importants dans leurs valorisations relatives. Et, dans un contexte marqué par des chocs tels que le vieillissement de la population ou les déséquilibres commerciaux internationaux, il n'y a aucune raison de penser que de tels cycles sont appelés à disparaître du paysage financier !



La dernière partie envisage différents « scénarios de sortie de crise ». Tous passent implicitement ou explicitement par une flexibilisation de l'allocation stratégique et des *benchmarks*, c'est-à-dire par la possibilité de faire évoluer l'allocation stratégique quand l'évolution des valorisations relatives le justifie. Ils diffèrent cependant par le rôle joué par les différents intervenants - consultants et sociétés de gestion - dans l'adoption de processus d'allocation d'actifs mieux adaptés aux besoins des investisseurs.

ALLOCATION D'ACTIFS ET VARIABILITÉ DES PRIMES DE RISQUE : LA THÉORIE...

L'allocation d'actifs serait un processus relativement simple si les rendements que l'on pouvait raisonnablement attendre sur les différentes classes d'actifs étaient stables au cours du temps. D'une part, on pourrait extrapoler les rendements observés dans le passé. Les hypothèses de rendement servant d'*input* au processus d'allocation d'actifs seraient, de ce fait, faciles à obtenir : il suffirait d'observer les rendements offerts par les différents actifs au cours des 30 ou 40 dernières années. D'autre part, il ne serait pas difficile de déterminer le portefeuille qui, dans ce cadre stable, répondrait le mieux aux caractéristiques (horizon de placement, aversion au risque...) des différents investisseurs. Sans rentrer ici dans les détails, rappelons que sous l'hypothèse de stabilité des rendements attendus, les instruments mathématiques d'optimisation (modèles de type Markovitz) sont bien connus et simples d'utilisation.

Malheureusement, la réalité financière est infiniment plus complexe. Les travaux académiques² confirment ce que la simple observation des marchés laisse présager : ces derniers connaissent des cycles marqués et les rendements que l'on peut raisonnablement espérer pour un investissement à moyen ou long termes (5 ou 10 ans) dépendent fortement des cours d'achat. Pour un investisseur à moyen terme, ce n'est pas la même chose d'acheter un dollar surévalué à 0,83 \$/€ (automne 2000) ou plutôt sous-évalué à 1,36 \$/€ (fin 2004). En ce qui concerne les actions, l'investisseur aurait tort d'attendre le même rendement d'actions françaises achetées avec un indice CAC 40 à près de 7 000 (septembre 2000) ou plus de 2 fois moins chères à 2 500 (mars 2003) !

Dans le langage de la finance, on dit que les primes de risque - écart entre le rendement attendu des différents actifs et le rendement d'un placement monétaire sans risque en capital - varient. L'origine de cette variabilité des primes de risque a été longuement discutée dans un article récent de la *Revue d'économie financière*³. Rappelons simplement ici les trois grands types de phénomènes qui y contribuent :



- *changements dans l'attitude des investisseurs face aux différents risques financiers* : le comportement des investisseurs peut se modifier, plus ou moins durablement, pour de nombreuses raisons. D'une part, des changements objectifs dans l'environnement économique peuvent les conduire à modifier de façon tout à fait rationnelle leurs perceptions des risques. Par exemple, la montée en puissance de banques centrales indépendantes décidées à lutter contre l'inflation réduit le risque perçu d'investissements à long terme en obligations à taux fixe. D'autre part, l'horizon de placement, qui influence beaucoup la perception des risques relatifs sur les différents actifs, se déforme en fonction de la démographie et des réformes apportées aux régimes de retraite. Nous y reviendrons. Enfin, les investisseurs sont engagés en permanence dans un processus d'apprentissage et modifient parfois leur approche de certains risques financiers. C'est ainsi qu'à un certain stade de développement financier, est apparu dans tous les pays le désir d'accroître le degré de diversification internationale des placements. Tous ces « chocs » modifient la demande des investisseurs pour les différents actifs et donc leurs valorisations relatives ;

- *changements de l'offre de titres à absorber* : la taille des dettes publiques et des dettes extérieures varie fortement dans la durée en réponse aux modifications des déficits publics et des déficits (ou excédents) des échanges extérieurs. Une dette publique élevée tend à faire monter les taux d'intérêt à long terme, tandis qu'une importante dette extérieure rend en principe les investisseurs étrangers plus exigeants sur le rendement offert par les actifs du pays endetté ;

- *dysfonctionnements financiers* : au-delà des changements de préférence et/ou d'offres de titres qui viennent d'être mentionnés, différents dysfonctionnements de la sphère financière accentuent les cycles sur les marchés financiers. Il y a d'abord l'irrationalité de certains investisseurs qui extrapolent les tendances récentes au lieu de bâtir leurs portefeuilles selon une approche « fondamentale ». Il y a aussi, comme discuté dans l'article de la *Revue d'économie financière* déjà cité, les conséquences négatives pour la stabilité des marchés des processus dominants d'allocation d'actifs.

Cette variabilité des primes de risque a deux conséquences fondamentales en matière d'allocation d'actifs. La première est évidente, la seconde plus subtile, mais tout aussi importante.

D'une part, l'allocation d'actifs optimale varie au cours du temps avec la valorisation des marchés. Ainsi, le degré souhaitable d'exposition au risque dollar (résultant par exemple pour des Européens de l'achat d'actifs américains non couverts contre le risque de change), loin d'être constant, dépendra beaucoup de la situation sur



le marché des changes. Dès lors, l'allocataire d'actifs ne peut plus se contenter d'extrapoler les rendements passés, mais a l'obligation de fonder ses recommandations sur des hypothèses de rendement tenant explicitement compte de la situation observée sur les marchés. La variabilité des primes de risque oblige ainsi à développer une analyse économique et financière qui permette d'extraire des prix de marché (cours de Bourse, taux d'intérêt à long terme, taux de change) les rendements que les investisseurs peuvent espérer à différents horizons.

D'autre part, la variabilité des primes de risque change beaucoup la nature des risques supportés par les investisseurs, et donc, à rendements attendus donnés, la structure optimale de leurs portefeuilles. En effet, pour l'investisseur à long terme, une baisse des marchés n'a pas du tout les mêmes implications selon qu'elle provient d'un choc économique objectif, notamment d'une baisse des profits des entreprises, ou d'une augmentation des primes de risque exigées par les autres investisseurs. Les actifs dont le prix varie surtout à cause de chocs de primes de risque, par exemple les actions, deviennent beaucoup moins risqués quand l'horizon d'investissement s'allonge. En effet, les investisseurs à long terme bénéficient de forces de rappel⁴ : une forte baisse du prix des actions sans baisse de la profitabilité des entreprises sera ainsi progressivement corrigée et l'investisseur à long terme verra sa perte initiale compensée. Paradoxalement, une baisse des marchés liée à une hausse des primes de risque peut même se révéler être une bonne nouvelle pour un investisseur à long terme à qui elle offre l'occasion d'accroître dans des conditions très attractives son exposition au marché. La recherche de l'allocation d'actifs optimale doit alors impérativement tenir compte, d'une part, de ces forces de rappel et, d'autre part, des possibilités de réallocation du portefeuille permettant de tirer parti des baisses injustifiées. Ces deux éléments - forces de rappel et possibilité de gestion dynamique du portefeuille - expliquent notamment l'attractivité des actions pour un investisseur à long terme, alors que l'investisseur à court terme jugera leur « couple rendement/risque » médiocre et préférera supporter d'autres risques, par exemple ceux liés à la gestion dite alternative.

Au total, l'instabilité des primes de risque rend beaucoup plus complexe le processus d'investissement. Elle contraint, en principe, l'allocataire d'actifs à mobiliser trois types d'outils pour déterminer la structure optimale de son portefeuille ou de celui de son client :

- des modèles « d'analyse de la valeur » : ces modèles, à l'instar des modèles DCF (*Discounted Cash Flows*) sur le marché des actions, permettent d'évaluer les rendements futurs probables sur les différentes



classes d'actifs et les écarts entre ces rendements prospectifs et les rendements observés en moyenne sur le passé ;

- *des générateurs de scénarios financiers tenant compte des forces de rappel* : pour évaluer les risques de différentes allocations d'actifs, il devient essentiel de faire la part de la volatilité financière qui a une origine économique fondamentale (chocs sur les profits des entreprises, l'inflation, les taux d'intérêt fixés par les banques centrales...) et celle qui s'explique par la variabilité des primes de risque. La première source de volatilité affecte tous les investisseurs, quel que soit leur horizon, tandis que la deuxième est relativement indolore pour les investisseurs à long terme qui bénéficient de forces de rappel, voire peuvent bénéficier de certaines crises de marché en réallouant en conséquence leur portefeuille ;

- *des outils d'optimisation tenant compte des possibilités de réallocation future du portefeuille* : une bonne évaluation des rendements attendus et des risques pesant sur les différentes classes d'actifs aux différents horizons est nécessaire mais pas suffisante. Elle constitue bien sûr, le socle d'un bon processus d'allocation d'actifs. Sur cette base, pour un investisseur donné, on peut, en effet, facilement identifier la meilleure des stratégies « statiques » dans lesquelles la politique de placement est fixée indépendamment de l'évolution des marchés. Mais, ces stratégies « statiques » sont loin d'être optimales, faute de tenir compte des possibilités de réallocation du portefeuille qui augmentent l'attractivité de certains actifs financiers du point de vue de l'investisseur à long terme. L'identification des stratégies efficaces, compte tenu des possibilités de réallocation, exige ainsi des outils d'optimisation dynamique assez complexes sur un plan mathématique⁵.

Au total, on s'attendrait ainsi à ce que les allocataires d'actifs - « stratégestes » dans une société de gestion, consultants ou responsables de l'allocation d'actifs chez un investisseur institutionnel - utilisent ce type d'instruments en deux temps :

- *première étape : choix d'un scénario central en s'appuyant sur les modèles d'analyse de la valeur*. Les rendements attendus sur les différentes classes d'actifs dans le scénario central dépendent nécessairement du « point d'entrée », c'est-à-dire des cours des actions, du niveau des taux d'intérêt à long terme ou des parités de change au moment où l'on recherche l'allocation d'actifs optimale ;

- *deuxième étape : définition de l'allocation d'actifs optimale pour chacun des investisseurs*. Sur la base des rendements attendus, en s'appuyant sur les générateurs de scénarios financiers et ses « optimiseurs » dynamiques, l'allocataire d'actifs peut alors rechercher le portefeuille optimal en fonction des objectifs que se fixent les différents investisseurs.



ALLOCATION D'ACTIFS ET VARIABILITÉ DES PRIMES DE RISQUE : LA PRATIQUE...

Dans la réalité, pour des raisons que nous essaierons de préciser, les processus d'allocations d'actifs sont généralement très différents, dans la forme et dans le fond, de l'idéal qui vient d'être présenté.

Dans l'approche dominante, une allocation particulière joue un rôle central : il s'agit de l'allocation stratégique qui décrit la structure jugée optimale du portefeuille quand les rendements des différents actifs sont « normaux », c'est-à-dire conformes à ce que l'on peut attendre sur très longue période. Pour juger de ces rendements « normaux », on examine généralement quelle a été dans le passé la performance des différentes classes d'actifs sur une période de plusieurs décennies. En conséquence, l'allocation stratégique est très rarement modifiée, même s'il y a de bonnes raisons de penser que les rendements futurs s'éloigneront des performances historiques.

Cette allocation stratégique rigide joue un rôle de référence dans la gestion, mais, en principe, elle n'est pas contraignante. En effet, les décideurs en matière d'allocation d'actifs déterminent et révisent fréquemment une « allocation tactique » censée tenir compte des conditions particulières qui prévalent à un moment donné. L'allocation tactique permet ainsi, en principe, de corriger l'allocation stratégique quand les rendements attendus à court terme s'éloignent des rendements « normaux ».

Pour ses partisans, cette décomposition de l'allocation d'actifs en deux étapes, stratégique et tactique, permet d'atteindre plusieurs objectifs. Elle donne de la souplesse aux allocataires d'actifs qui peuvent, grâce à l'allocation tactique, s'adapter à des configurations de marchés particulières. De plus, cette souplesse est contrôlée. En effet, l'allocation stratégique conduit à la mise en place d'un indice, le *benchmark*, qui reproduit la performance potentielle d'un portefeuille qui ne s'écarterait jamais de l'allocation stratégique. En comparant la performance effective à celle du *benchmark*, on peut alors évaluer régulièrement la valeur ajoutée de l'allocation tactique, c'est-à-dire la capacité des allocataires à repérer les situations de marché « anormales ». *In fine*, par cette évaluation permanente des allocataires, on espère faire émerger les meilleurs processus d'allocation.

En apparence, cette approche ne semble pas contradictoire avec le processus « théorique » présenté dans la première partie. Rien n'empêche, en effet, dans la phase d'allocation tactique, de construire un scénario central de rendement des actifs compatible avec leurs prix de marché observés, puis de rechercher le portefeuille optimal avec des générateurs de scénarios financiers et des optimiseurs puissants intégrant la variabilité des primes de risque.



On pourrait même espérer bénéficier au cours du temps d'un processus de sélection « darwinien » des allocataires. S'il s'agit effectivement de l'approche à suivre, ceux qui l'adoptent devraient s'imposer progressivement grâce à de meilleures performances.

Malheureusement, cette sélection « darwinienne » ne fonctionne pas, et les bonnes méthodes d'allocations ont bien du mal à chasser les mauvaises. Dans la réalité, l'allocataire d'actifs à la recherche de la meilleure allocation dans une perspective de long terme doit faire face à deux obstacles majeurs.

Tout d'abord, l'écart de performance au benchmark qui est toléré est le plus souvent assez limité. Or, il arrive que les primes de risque disponibles sur les différentes classes d'actifs soient très éloignées des niveaux qui ont servi d'hypothèse pour l'élaboration de l'allocation stratégique, et, dans ces situations, l'allocation optimale peut être très éloignée de l'allocation stratégique. Mais cette allocation optimale ne pourra pas être mise en place car elle conduirait potentiellement à des écarts de performance relativement au *benchmark* trop importants.

Par ailleurs, le jugement sur la performance de l'allocataire d'actifs relativement à son benchmark est généralement trop mécanique et pas assez qualitative. Quand l'allocataire d'actif réalise une contre-performance relativement à son *benchmark*, on ne distingue pas suffisamment selon la nature de la position tactique qui a été prise et les raisons de la sous-performance. Or, toutes les pertes n'ont pas les mêmes implications pour les investisseurs, compte tenu des forces de rappel déjà mentionnées. Si l'allocataire d'actifs privilégie l'approche purement fondamentale et surpondère les actifs sous-évalués pouvant offrir à moyen ou long termes un rendement supérieur au niveau « normal », d'éventuelles pertes « tactiques » seront en grande partie temporaires. En effet, si le prix d'un actif sous-évalué baisse, il finira par remonter, ce qui permettra à la performance de l'allocataire d'actif « fondamentaliste » de se redresser (s'il ne s'est pas trompé dans son analyse fondamentale et s'il n'a pas, entre-temps, « capitulé » et adopté un style de gestion moins axé sur l'analyse des fondamentaux, *cf. infra*). En revanche, l'allocataire d'actifs qui fonde ses choix d'investissement sur des techniques moins fondamentalistes et plus orientées vers la performance à court terme, chartistes ou autres⁶, ne fait pas bénéficier l'investisseur de ces forces de rappel. Une éventuelle contre-performance sur une période d'un trimestre ou d'un an sera plus difficilement compensée dans le futur. Ainsi, l'investisseur devrait montrer plus de patience envers les contre-performances d'allocataires purement fondamentalistes qui visent la performance à long terme que pour celles d'allocataires d'actifs privilégiant des approches plus *short-termist*. Or, ce n'est que rarement le cas et la récompense (respectivement sanction) des surperformances

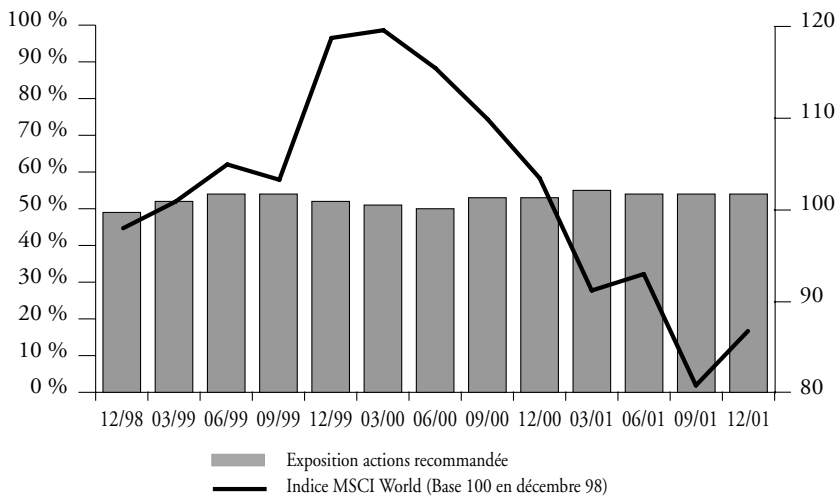


tactiques (respectivement sous-performances tactiques) relativement au *benchmark* ne tient pas assez compte de la nature du processus d'investissement.

Au total, non seulement les marges de manœuvre accordées aux allocataires d'actifs pour s'éloigner de leur *benchmark* sont souvent trop limitées, notamment en matière de gestion du risque de change, mais, de plus, les incitations font défaut pour qu'ils les utilisent dans un sens « fondamentaliste » visant la performance à long terme. Ceci se traduit dans la plupart des cas par deux phénomènes néfastes pour les investisseurs :

- d'une part, les allocations d'actifs retenues ne s'éloignent effectivement jamais beaucoup des *benchmarks*. À titre d'exemple, le graphique suivant met en relation la part des actions recommandées par les grandes sociétés de gestion internationales et l'évolution des cours de Bourse à la fin des années 1990. Il indique une remarquable stabilité des allocations recommandées face à des variations de grande ampleur des valorisations boursières ;

Graphique n° 1
Allocation de portefeuille et valorisation des actions



Source : Enquête trimestrielle de l'hebdomadaire *The Economist* auprès des grandes sociétés de gestion et indices Morgan Stanley.

- d'autre part, les allocataires fondamentalistes, jugés trop mécaniquement relativement à leurs *benchmarks*, sont souvent obligés de capituler quand le marché va longtemps contre eux. Par exemple, après l'introduction de l'euro, plusieurs des épisodes de faiblesse accentuée de la



nouvelle devise (automne 2000, juin 2001) ont été amplifiés par ce phénomène de capitulation d'acheteurs d'euros ayant de mauvaises performances par rapport à leurs *benchmarks* et ne pouvant plus tenir leurs positions. De même, la dernière hausse violente des marchés d'actions à la fin de 1999 et au début de l'année 2000 a probablement été amplifiée par la capitulation des gestionnaires les moins investis en actions. On voit ainsi que l'intérêt de l'investisseur et celui de son allocataire d'actifs sont très mal alignés dans le processus actuel : ce qui est prudent pour le gestionnaire - par exemple acheter des actions surévaluées à hauteur de ce qui est inscrit dans le *benchmark* au printemps 2000 - ne l'est pas forcément pour son mandant !

ALLOCATION D'ACTIFS ET VARIABILITÉ DES PRIMES DE RISQUE : LE FUTUR ?

Le processus d'allocation d'actifs en deux temps, aujourd'hui dominant, a le mérite de la simplicité. Mais il conduit, *in fine*, à des structures de portefeuille qui ne correspondent pas aux objectifs de l'investisseur dès que les rendements que l'on peut raisonnablement attendre sur les différentes classes d'actifs au cours des prochaines années s'éloignent de façon importante des performances moyennes observées au cours des décennies précédentes. Or, une telle divergence entre primes de risque prospectives et performances passées constitue un phénomène récurrent qui ne disparaîtra probablement pas. Par exemple, quand ces lignes sont écrites, un investisseur de la zone euro qui achèterait des dollars dans une perspective de long terme bénéficierait à la fois d'une devise américaine sous-évaluée (à plus d'1,30 \$/€) et de taux d'intérêt un peu plus élevés aux États-Unis. Il peut ainsi espérer sur une période d'une dizaine d'années une performance plus élevée que sur ses placements en euros, une possibilité généralement négligée par les allocations stratégiques. De façon plus générale, dans un contexte international marqué par des déséquilibres commerciaux importants, on peut s'attendre pour les années qui viennent à une forte volatilité des taux de change et des primes de risque offertes par les placements en différentes devises et il sera particulièrement dangereux de gérer son exposition au risque de change en extrapolant les tendances passées. Dans le même esprit, le vieillissement de la population se traduira par des variations significatives de la demande des investisseurs pour les actions car la structure du portefeuille optimal n'est pas la même pour un investisseur de 30, 50 ou 70 ans. Là aussi, on pourrait voir des variations significatives des primes de risque dans les 10 ou 15 prochaines années. Enfin, l'accumulation de déficits publics dans de nombreux pays industrialisés doit être surveillée de près, car elle



pourrait, à un certain stade, conduire à une augmentation de la prime que les États ont à payer sur leur dette à long terme.

Il est donc essentiel de réfléchir à des processus d'allocation d'actifs qui protègent mieux les investisseurs face à ces cycles financiers ou leur permettent même d'en tirer partie. Dans ce contexte de variabilité des primes de risque, il y a d'ailleurs, aujourd'hui, chez beaucoup d'investisseurs ou de sociétés de gestion la tentation radicale de renoncer au processus en deux temps et de « libérer » totalement les allocataires d'actifs des lourdes contraintes qu'impose l'allocation stratégique. Les fonds dits *total return* ou de performance absolue, qui visent la performance relativement au placement monétaire sans risque, sans aucune référence à une allocation stratégique prédéfinie, se sont multipliés récemment⁷. Mais il serait illusoire de penser que donner toute liberté aux allocataires d'actifs est une panacée. En effet, dans ce type de gestion, les risques des différentes classes d'actifs sont, pour l'essentiel, jugés dans une perspective de court terme : le gestionnaire, jugé sur sa performance absolue à court terme, sous-investira dans des actifs, tels les actions, qui ont une forte volatilité à court terme, mais bénéficient de forces de rappel qui réduisent leur risque pour l'investisseur à long terme. Ainsi, la gestion *total return* évite les pires dérives du triptyque allocation stratégique rigide, allocation tactique, *benchmarking*, mais elle ne conduit pas de façon générale à un portefeuille optimisé pour l'investisseur à long terme. De fait, la gestion des fonds *total return* semble le plus souvent très éloignée du cadre théorique présenté dans la première partie et les gestionnaires visant surtout la performance à court terme font peu usage des outils nécessaires à l'investissement à horizon long (modèles de valorisation, générateurs de scénarios financiers, optimiseurs dynamiques).

Ainsi, si l'on veut éviter que des considérations de court terme ne deviennent prépondérantes, il faudra, non pas éliminer le processus en deux étapes - stratégique et tactique - mais plutôt rendre flexible l'allocation stratégique qui devrait être modifiée dès que les perspectives de rendement à moyen et long terme le justifient.

L'étape stratégique commencerait ainsi par une analyse des valorisations de marché pour en extraire le rendement moyen que l'on peut attendre à moyen et long termes sur les différentes classes d'actifs. Cette analyse des rendements moyens attendus porterait utilement sur un horizon d'une dizaine d'années⁸ et conduirait à une estimation des primes de risque offertes dans la durée par les différentes classes d'actifs. Ce sont alors ces primes de risque estimées, et non les rendements observés dans le passé, qui seraient utilisées pour évaluer l'allocation stratégique adaptée aux caractéristiques de l'investisseur. À ce stade stratégique, l'allocataire d'actifs ne doit pas chercher à intégrer les



raisons qui pourraient justifier une évolution différente des marchés à court terme (3 mois ou 1 an) et à long terme (ici fixé à 10 ans). En d'autres termes, son scénario central doit rester comme aujourd'hui un scénario où la hiérarchie des rendements offerts par les différentes classes d'actifs est stable au cours du temps⁹. Mais ces derniers doivent être compatibles avec les valorisations observées sur les marchés. Cela exige de refaire cet exercice assez régulièrement, selon une périodicité sur laquelle nous allons revenir.

Au cours de l'*étape tactique*, les allocataires d'actifs précisent ensuite, comme aujourd'hui, les raisons - fondamentales, chartistes ou autres - qui conduisent à penser que les rendements à court terme pourraient être différents des rendements attendus à moyen et long termes et indiquent les conséquences de ces analyses sur le portefeuille optimal.

Les investisseurs bénéficieraient grandement d'une telle évolution des processus d'allocation d'actifs. La révision régulière de l'allocation stratégique pour tenir compte des valorisations de marché éviterait que l'investisseur ne se retrouve avec un portefeuille totalement inadapté quand les primes de risque offertes par les différents marchés s'éloignent des rendements observés dans le passé. Le maintien d'un processus en deux étapes éviterait également que les allocataires d'actifs ne privilégient excessivement les considérations de court terme, comme dans beaucoup de fonds *total return*, en les contraignant à afficher le portefeuille qu'ils jugent optimal pour un investisseur à long terme sans vues tactiques très précises sur l'orientation à court terme des marchés. Enfin, un tel processus discipliné et transparent est nécessaire si l'on souhaite contrôler et évaluer la performance des allocataires d'actifs. Il est, en effet, clair que les choix dictés par des considérations de court terme - tactiques - et ceux dictés par des considérations de valorisation à moyen et long terme - stratégiques flexibles - ne peuvent pas être évalués de la même façon et qu'il faut donc les distinguer. Les choix tactiques peuvent être jugés assez simplement, comme ils le sont aujourd'hui, sur une base largement quantitative en observant sur une période de plusieurs trimestres dans quelle mesure ils contribuent à la performance. En revanche, la qualité du travail d'élaboration et de révision de l'allocation stratégique est beaucoup plus difficile à évaluer. Statistiquement, il faudrait de nombreuses décennies pour être capable de mesurer sur une base purement quantitative la capacité d'un allocataire à correctement anticiper les rendements à long terme sur les différentes classes d'actifs ! Dans ce domaine, l'évaluation est donc aussi par essence qualitative et doit porter sur la qualité et la cohérence de l'analyse économique et financière sous-jacente.

Deux questions pratiques - liées, nous allons le voir - restent à discuter : celle de la périodicité souhaitable des révisions apportées à



l'allocation stratégique et celle du rôle respectif des différents intervenants - l'investisseur lui-même, les consultants extérieurs et les sociétés de gestion auxquelles il délègue tout ou partie de la gestion - dans un tel processus rénové d'allocation. On peut envisager deux modes d'organisation : le premier s'inscrit totalement en continuité avec les pratiques dominantes actuelles, mais présente plusieurs inconvénients, le second a de nombreux avantages, mais suppose une évolution sensible des comportements de délégation de gestion.

Dans le cadre actuel (voir le diagramme en annexe), la définition de l'allocation stratégique est du ressort de l'investisseur, aidé si nécessaire par des conseillers extérieurs. L'investisseur qui cherche à améliorer son processus d'allocation d'actifs pourrait rester dans ce cadre et simplement prévoir que l'allocation stratégique, loin d'être figée, est revue régulièrement, par exemple tous les ans quand s'achève un exercice et que débute le suivant. Ce serait alors aux investisseurs eux-mêmes et aux consultants spécialisés de faire les investissements méthodologiques nécessaires à l'élaboration régulière d'allocations stratégiques cohérentes avec les valorisations observées sur les marchés. Cela n'a rien d'impossible, même si, à l'heure actuelle, peu de conseillers en investissements ont les instruments pour faire un tel exercice.

Cette approche, qui s'inscrirait dans la continuité des processus actuels de gestion, aurait le mérite de la simplicité, mais elle pose au moins trois difficultés :

- *les risques de réallocations brutales de portefeuille.* Si cet exercice a une fréquence annuelle, les révisions souhaitables d'allocation stratégique peuvent être parfois importantes lors de mouvements de marchés importants. Par exemple, quand les taux de change bougent de 20 % au cours d'une année, l'exposition souhaitable d'un investisseur à long terme aux différentes devises peut être fortement modifiée. Au-delà de questions liées à la faisabilité pratique de ces réallocations importantes, on peut craindre d'un point de vue plus « systémique » une évolution assez erratique des marchés si un nombre très important d'investisseurs opèrent tous, à peu près dans le même sens, des ajustements importants de portefeuille en début d'année ;

- *une dépendance excessive relativement à une seule source d'expertise.* La recherche d'allocations stratégiques flexibles cohérentes avec les valorisations observées sur les marchés contraint à un difficile travail d'analyse économique orienté vers le long terme. Il faut, en effet, définir un scénario de long terme sur les principales grandeurs économiques (profits des entreprises, inflation,...) pour être capable d'en déduire les primes de risque disponibles sur les différentes classes d'actifs au niveau observé des valorisations. Dans la mesure où il s'agit d'un travail où des opinions différentes peuvent légitimement coexister (voir, par exemple



il y a quelques années la grande variété des vues exprimées concernant les effets probables de la « nouvelle économie » sur les profits futurs des entreprises), il serait dangereux pour un investisseur de fonder toute sa stratégie sur une seule source d'expertise. En d'autres termes, il pourrait être utile de faire travailler plusieurs consultants et d'en déduire une allocation stratégique « moyenne » ;

- *la difficulté des investisseurs individuels à suivre une telle approche.* Les modes de gestion financière des particuliers sont extrêmement variables. En règle générale, il n'y a pas d'allocation stratégique explicite, mais, à la place, une ventilation assez stable du patrimoine entre des placements sécuritaires (fonds obligataires, épargne-logement, assurance-vie en euros...) et des fonds diversifiés ayant eux-mêmes une allocation stratégique bien définie (du type, par exemple, 50 % en actions / 50 % en obligations pour des fonds diversifiés dits équilibrés). Cette ventilation du patrimoine entre produits d'épargne conduit implicitement à une forme d'allocation stratégique et structure fortement et de façon rigide l'exposition des individus aux risques financiers. Ni les ménages, ni les conseillers financiers des réseaux collecteurs d'épargne (banques, assurances...) ne semblent avoir la technicité suffisante pour migrer du modèle actuel à un modèle d'allocation stratégique flexible où la ventilation du patrimoine entre produits d'épargne serait rendue beaucoup plus réactive aux conditions de marché.

Une autre approche est cependant possible, qui ne se heurterait pas à de telles difficultés, mais supposerait une révision en profondeur des modalités actuelles de délégation de gestion. Elle suppose, en effet, que, pour répondre aux besoins des investisseurs, la responsabilité des sociétés de gestion en matière d'allocation d'actifs augmente fortement. Aujourd'hui, ce rôle est assez limité (voir annexe). La très grande majorité des fonds gérés sont des fonds spécialisés par classes d'actifs. S'il existe des fonds diversifiés, ils ont la plupart du temps des *benchmarks* stricts qui limitent beaucoup les marges de manœuvre des gestionnaires. En d'autres termes, c'est au mieux une portion de la gestion tactique de court terme qui est déléguée, presque jamais l'allocation stratégique. De plus, les fonds diversifiés tendent de plus en plus à être des produits pour investisseurs particuliers qui n'ont ni le temps ni les compétences pour décider de l'allocation tactique d'actifs de leurs portefeuilles. Les investisseurs institutionnels se réservent, quant à eux, la plupart du temps le pilotage des allocations stratégiques et tactiques d'actifs, et, en conséquence, la tendance depuis 10 ans a plutôt été à la réduction des mandats diversifiés traditionnels au profit de mandats spécialisés. Par exemple, le Fonds de réserve pour les retraites dans l'appel d'offres très médiatisé qu'il a mené à bien en 2004 n'avait prévu aucun mandat diversifié.



Il est possible que la critique des allocations stratégiques et *benchmarks* rigides fasse évoluer cette situation. Nous avons vu que la période actuelle était déjà marquée par un intérêt croissant des investisseurs pour des fonds diversifiés *total return* sans *benchmarks* clairement précisés. Il serait logique que les sociétés de gestion avancent un peu plus dans cette direction pour répondre aux besoins actuels des investisseurs et proposent une nouvelle génération de fonds diversifiés qui seraient non seulement non *benchmarkés*, mais aussi gérés dans une logique de long terme. En d'autres termes, une fois fixée la limite de risque du fonds (par exemple par la volatilité de sa performance à différents horizons), la société de gestion chercherait à maximiser la performance attendue à long terme dans le cadre du processus d'allocation d'actifs transparent décrit précédemment (définition d'une allocation stratégique flexible révisée quand la situation des marchés l'exige, puis mise en place de positions tactiques clairement identifiées).

Si l'offre de tels fonds était abondante, on pourrait alors imaginer une répartition différente des responsabilités entre les différents acteurs. Les investisseurs, aidés de consultants ou conseillers financiers, définiraient moins qu'aujourd'hui leurs choix de portefeuille en termes de classes d'actifs et raisonneraient plus en termes de répartition de leurs placements sur les différents fonds diversifiés optimisés par les sociétés de gestion. En d'autres termes, en simplifiant beaucoup, la responsabilité première des investisseurs serait de déterminer le niveau des risques qu'ils sont prêts à supporter aux différents horizons, celle des sociétés de gestion d'optimiser l'investissement dans ces enveloppes de risque et celle des consultants d'aider les investisseurs aux différentes étapes du processus (analyse du patrimoine et des engagements de l'investisseur, aide à la sélection des fonds...). Sans aller plus loin dans la description de ces rôles respectifs, notons qu'un tel renforcement de la responsabilité des sociétés de gestion aurait beaucoup de sens pour au moins trois raisons :

- leurs « *avantages comparatifs* ». Les sociétés de gestion ont généralement, de par leur activité, la meilleure connaissance des modèles fondamentaux de valorisation. Il est clair que la plupart n'ont pas encore développé d'expertise approfondie sur l'évaluation des primes de risque attendues à moyen et long termes sur les différentes classes d'actifs, car la demande des investisseurs ne le justifiait pas, mais c'est probablement dans les sociétés de gestion que les investissements méthodologiques seront le plus facilement réalisés ;

- la *diversification des expertises*. En investissant sur les fonds offerts par différentes sociétés de gestion, l'investisseur diversifierait facilement ses sources d'expertise. Cela peut être plus difficile s'il définit et révisé lui-même, ou avec l'aide d'un consultant, son allocation stratégique flexible ;

- *l'absence de réallocation brutale des portefeuilles*. Des fonds diversifiés gérés dans une optique de long terme pourraient être réactifs pour s'ajuster de manière continue aux conditions de marché. Il serait naturel que la société de gestion s'interroge à chaque fois que les valorisations changent significativement sur la signification de ce changement et ses conséquences pour l'allocation d'actifs optimale d'un investisseur à long terme. Inversement, nous avons déjà souligné que les allocations d'actifs définies par les investisseurs pourraient manquer de réactivité et s'ajuster par saut, par exemple en début de trimestre ou en début d'année.

On peut enfin noter que ce renforcement souhaitable du rôle des sociétés de gestion en matière d'allocation d'actifs pourrait se faire de façon progressive. Il n'est nul besoin d'un « grand soir » de l'allocation d'actifs ! La partie du portefeuille d'un investisseur exclue du processus centralisé d'allocation d'actifs et investie dans des fonds diversifiés gérés à long terme pourrait croître progressivement. Pour amorcer ce processus, le problème nous semble d'ailleurs moins venir des investisseurs - dont nous avons dit qu'ils étaient de plus en plus conscients des risques associés à un *benchmarking* rigide - que des sociétés de gestion qui n'ont pas encore su créer de véritable offre dans le domaine de la gestion diversifiée à long terme¹⁰. Gageons que cette lacune sera rapidement comblée aux premiers signes clairs d'intérêt des investisseurs - individuels et/ou institutionnels - pour ce type de produits !

ANNEXE

Allocation d'actifs : qui fait quoi aujourd'hui ?

	Investisseurs institutionnels (Fonds de pension, la plupart des compagnies d'assurance...)	Approche généralement recommandée aux particuliers
Allocation stratégique	L'investisseur (conseillé souvent par un consultant)	L'investisseur (qui affecte son patrimoine entre produits d'épargne*)
Allocation tactique	L'investisseur et parfois les sociétés de gestion**	Les sociétés de gestion
Gestion par classes d'actifs	L'investisseur et/ou les sociétés de gestion (parfois filiale de l'investisseur)	Les sociétés de gestion

* Et bénéficie de différents types de conseils (chargés de clientèle dans les banques et compagnies d'assurances, conseillers financiers indépendants). Voir les détails dans le corps de l'article.

** Si l'investisseur leur a délégué la gestion d'un fonds diversifié.



NOTES

1. Voir Brinson, Singer et Beebower (1991).
2. Voir Campbell, Lo, et MacKinlay (1997).
3. Voir Davanne (2004).
4. Voir notamment Campbell et Viceira (2005).
5. Voir Brennan, Schwartz et Lagnado (1997).
6. Dans un rapport au Conseil d'analyse économique sur l'instabilité financière internationale, Davanne (1998) distinguait ainsi trois approches qui privilégient la recherche de gains à court terme et s'éloignent de l'approche « fondamentaliste pure » orientée à long terme : l'approche « fondamentaliste sceptique », l'approche « contrarian » et la méthode « chartiste ». La dernière est la plus connue. Le chartiste a observé que les marchés connaissent des tendances longues, haussières ou baissières, et il cherche à identifier la tendance du moment à partir d'une batterie d'indicateurs techniques fondés uniquement sur le profil des cours.
7. On peut aussi lier à cette tendance la croissance forte de la demande pour la « gestion alternative » dans la période récente.
8. Il faut que l'horizon de l'analyse fondamentale ne soit pas trop court - car on suppose généralement dans les modèles de valorisation que les marchés seront revenus à l'équilibre à la fin de la période analysée - et pas trop long - car, comme le disait Keynes, dans le long terme, nous serons tous morts ! La question de l'horizon à retenir est une question difficile, et la réponse peut dépendre des investisseurs. Mais un horizon d'une dizaine d'années semble souvent raisonnable.
9. Il est important de rappeler que dans la recherche de cette allocation stratégique, les générateurs de scénarios financiers et les optimiseurs associés doivent prendre en compte le fait que les primes de risque varient et que cela engendre des forces de rappel. Certes, le scénario central de départ est par construction un scénario d'équilibre dans lequel les primes de risque sont supposées stabilisées, mais les marchés connaîtront des chocs et, *ex post*, les primes de risque auront évolué différemment de ce qui avait été initialement supposé. Le portefeuille optimal doit intégrer l'existence de ces chocs de primes de risque, les forces de rappel qu'ils créent et les possibilités de réallocation du portefeuille qui existeront à l'avenir.
10. À notre connaissance, il n'existe aujourd'hui qu'un fonds géré selon la logique précédente et révisant très régulièrement son allocation stratégique. Il s'agit de LFP Allocation créé en octobre 2003 par la société de gestion La Française des Placements, avec un actif net un peu supérieur à 100 M€ quand ces lignes sont écrites. DPA Conseil intervient en tant que conseiller en investissement dans la gestion de ce fonds.

BIBLIOGRAPHIE

- BRENNAN M., SCHWARTZ E. et LAGNADO R. (1997), « Strategic asset allocation », *Journal of Economic Dynamics and Control* 21.
- BRINSON G., SINGER B., et BEEBOWER G. (1991), « Determinants of Portfolio Performance II: An Update », *Financial Analysts Journal*, Mai/Juin.
- CAMPBELL J. Y., LO A. W. et MAC KINLAY A. C. (1997), « The Econometrics of Financial Markets », *Princeton University Press*.
- CAMPBELL J. Y., et VICEIRA L. M., (2005), « The Term Structure of the Risk-Return Tradeoff », *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, N° 1.
- DAVANNE O. (1998), « Instabilité du système financier international », Collection des rapports du Conseil d'analyse économique, *La documentation française*.
- DAVANNE O., (2004), « Volatilité des marchés financiers et allocations d'actifs », *Revue d'économie financière* n° 74.

