

Allocation d'actifs : le renouveau dans l'essentiel

■ Eric Thuillier et Aurélien Clarisse, managing partners et co-fondateurs d'Investivity SA

Le poète Paul Eluard disait en 1937 dans sa conférence Avenir de la poésie: « Il nous faut peu de mots pour exprimer l'essentiel, il nous faut tous les mots pour le rendre réel. ». En finance aussi l'essentiel tient parfois en peu de mots: l'allocation stratégique détermine une part très importante du résultat des investissements que nous effectuons, bien au-delà du fameux « market timing » tactique et de la sélection spécifique de titres, et cette allocation peut s'appuyer sur un ensemble de principes fondamentaux.

A quoi sert l'allocation, en particulier l'allocation stratégique ?

Les décisions liées à l'allocation stratégique, celle fondée sur les objectifs et les besoins spécifiques du client, sont les plus fondamentales.

C'est en substance ce que démontre, dès 1986, l'article séminal *Determinants of portfolio performance*¹ et qui reste toujours d'actualité. Plus précisément cette étude montre que 90% de la dispersion observée dans les performances résulte de décisions d'allocation stratégique.

Quelles sont alors les caractéristiques souhaitables d'une allocation stratégique ?

1. Stratégique ne veut pas dire statique ! Il est certes intéressant de constater que de nouveaux acteurs ont démocratisé l'accès à des portefeuilles passifs et diversifiés de fonds indiciels (Betterment, par exemple, aux Etats-Unis gère désormais près de USD 9 milliards). Mais les marchés financiers n'ont pas encore fait subir de tests grandeur nature à cette approche depuis la crise de 2007/2009. Un tel portefeuille pourrait alors perdre plus de 35%. Pour apporter une valeur ajoutée supplémentaire, il convient d'aller vers une allocation stratégique plus adaptative et d'avoir, ne serait-ce que de manière défensive, une capacité à faire varier au cours du temps cette allocation, au-delà du simple profil de risque du client.

2. Sur quel type de données peut-on établir le processus d'allocation ? Utiliser des quantités qui puissent être estimées de manière plus fiable et stable est naturel-

lement souhaitable ; et ainsi privilégier des calculs sur les risques davantage que sur les rendements attendus en est la conséquence logique. C'est le principe des concepts de « risk



Aurélien Clarisse, managing partner et co-fondateur Investivity SA.

Aurélien Clarisse est ingénieur Supélec, au bénéfice de 15 ans d'expérience en tant que structureur et trader. Il a développé et mis en oeuvre de nombreux modèles quantitatifs sur une gamme étendue de sous-jacents, y compris physiques, récemment chez RWE puis pour le hedge fund global macro Brevan Howard, avant de cofonder en 2015 Investivity.

Eric Thuillier, managing partner et co-fondateur Investivity SA.

Eric Thuillier est ingénieur et titulaire de deux masters en finance de l'Université Paris Dauphine. D'abord ingénieur quantitatif, puis portfolio manager à Londres, Amsterdam, Paris et Genève, Eric rejoint en 2009 la société Koch Industries en tant que trader pour compte propre, avant de cofonder le gérant Investivity en 2015.

Investivity est un gérant indépendant spécialisé dans des stratégies d'investissement factoriel (cross asset smart beta et cross asset risk premia), implémentées via des certificats AMC (pour gérants tiers) et des mandats de gestion (www.investivity.com).

parity » et « risk budgeting », le risque étant le critère principal retenu pour allouer dans ces deux approches.

Des classes d'actifs aux facteurs de risques

En 2010 une étude² de Roger Ibbotson, intitulée *The importance of asset allocation* remet l'accent sur la part explicative naturelle du « beta » : l'exposition aux classes d'actifs pour les primes de rendement qu'elles peuvent apporter.

Cette philosophie d'exposition et de capture de sources de performance tend à renforcer encore davantage l'importance de l'allocation d'actifs : pour autant qu'il existe des expositions qui délivrent de façon documentées et fiables sur le long terme de la performance, l'enjeu devient la répartition entre ces expositions, et une maîtrise des coûts de mise en place et des risques associés.

En raison de leur meilleure stabilité, de liens de dépendance mieux contrôlables et de meilleures performances empiriques que les indices traditionnels, un glissement s'opère désormais dans les expositions retenues : du « beta » traditionnel (classes d'actifs) on passe à un « beta » de facteurs (sur une seule ou plusieurs classes d'actifs à la fois) et enfin à des « alternative risk premia ». Voir schéma.

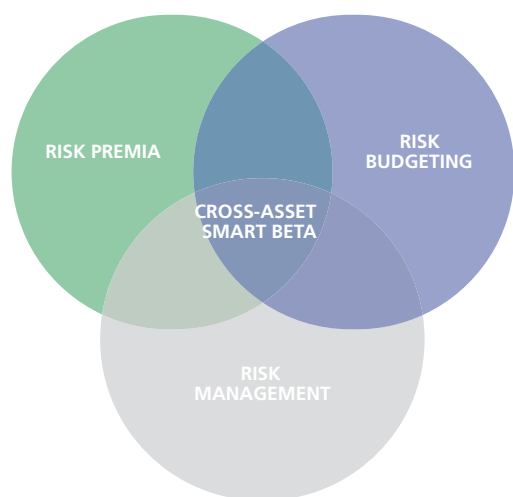
Les principes essentiels demeurent : la diversification, l'allocation par le risque et une forme de flexibilité (une capacité à adapter l'exposition à chaque facteur en fonction de son potentiel de performance).

Rendre réel l'essentiel

En s'appuyant sur cette approche, les fonds de dotation (endowment) des universités américaines Harvard et Yale ont réalisé des performances annualisées de 12% et 14% respectivement depuis 1985.

En matière d'implémentation, peut-on s'inspirer de leurs pratiques ? La réponse peut surprendre : pour une part importante oui.

L'évaluation et la maîtrise des risques au cœur du processus de gestion



PRIMES DE RISQUE (RISK PREMIA)
Identifier les sources de rendement (facteurs).
Les capturer via des règles simples et explicites.



BUDGET DE RISQUE (RISK BUDGETING)
Allouer de manière optimale à chaque facteur.
Exploiter leur puissance de diversification.



GESTION DES RISQUES (RISK MANAGEMENT)
Mesures de risque utilisées comme critère décisionnel.
Ajuster les expositions à des situations inattendues.

Source: Investivity SA

à même d'émerger pour rendre accessible un nouveau paradigme d'allocation stratégique, à la fois robuste et flexible.

Conclusion: c'est le gérant qui compte

La performance ajustée au risque peut s'appuyer sur des principes fondateurs simples mais puissants (diversification, allocation par le risque, adaptabilité), dont la concrétisation repose sur une implémentation minutieuse par des gérants spécialisés. On voit donc toute l'importance que revêt l'allocation d'actifs et, simultanément, le rôle déterminant du gérant.

En 2011 déjà, Faber et Richardson vulgarisaient dans leur livre³ un portefeuille d'Exchange Traded Funds (ETFs) combinant les principes de diversification et de momentum utilisés par ces fonds. Outre les thèmes de gestion essentiels déjà mentionnés, transparaisait l'importance du contrôle des coûts et le désir de répliquer, via des règles, une partie importante

de ce qui était considéré auparavant comme une surperformance non répliquable (alpha).

Avec une compréhension désormais plus fine des sources de rendement, des performances de hedge funds parfois décevantes et une industrialisation de la gestion, ces préférences d'investissement s'accroissent. Alors qu'auparavant le doute profitait aux gérants alterna-

tifs, la bascule penche désormais du côté de l'investissement factoriel, du « smart beta » et des techniques capturant de manière transparente méthodologies et styles de gestion.

Il subsistera toujours des gérants de niche, spécialisés, et à même de capturer des inefficiences spécifiques, avec des capacités peut être réduites. Cependant de nouveaux types de gérants sont

Références

¹ Brinson G., Hood L. et Beebower G. (1986). "Determinants of portfolio performance". *Financial Analysts Journal*, 42(4).

² Ibbotson R. (2010). "The importance of Asset Allocation". *Financial Analysts Journal*, 66(2).

³ Faber M. et Richardson E. (2011) "The ivy portfolio: how to Invest like the top endowments and avoid bear markets".

LE COUP GAGNANT DANS VOTRE STRATÉGIE RH
www.salon-rh.ch

powered with by **bording**

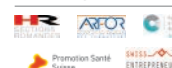


 **Salon RH Suisse**

4 & 5 octobre 2017
Palexpo Genève

11^{ème} Salon
Solutions Ressources Humaines

PARTENAIRES



PARTENAIRES MÉDIAS PRINCIPAUX



SPONSORS OR

