

L'ORIGINE DE L'ENGOUEMENT DES INVESTISSEURS POUR LES SOLUTIONS « RISK PREMIA »

LES ÉCUEILS DES MÉTHODES D'ALLOCATION D'ACTIFS TRADITIONNELLES



Luc Dumontier

Directeur du pôle
Factor Investing,
Gérant de
portefeuille senior

La Française
Investment
Solutions (LFIS)

Responsable
du module « Gestion
de portefeuille »
des centres
de formation de
la Société française
des analystes
financiers (SFAF)
et de l'Association
française de la
gestion financière
(AFG/PRAM)

Comment expliquer l'engouement actuel des investisseurs pour les solutions d'investissement factoriel qui ne font qu'appliquer des théories anciennes? Pourquoi sont-elles censées offrir des rendements plus robustes que les stratégies d'allocation d'actifs traditionnelles? Qu'en est-il en réalité? Luc Dumontier propose des réponses au travers d'une série d'articles consacrée à l'investissement factoriel. Dans ce premier article sont exposés les écueils des méthodes d'allocation d'actifs traditionnelles, à l'origine de l'engouement actuel des investisseurs pour les solutions risk premia.

Chaque jour apporte son lot de nouveaux fonds labellisés « smart beta » ou « risk premia ». Ceux-ci s'inscrivent dans la lignée des grandes innovations produites des dernières décennies, à commencer par les fonds répliquant les indices pondérés par la taille des actifs et les fonds « risk parity » permettant d'accéder à une véritable diversification entre classes d'actifs. Toutes ces stratégies appartiennent à une même famille – celle de l'investissement factoriel –, avec un ADN commun puissant – la « théorie moderne du portefeuille ».

LA MORT DE LA DIVERSIFICATION ?

L'approche risk premia a été revisitée par Andrew Ang, William Goetzmann et Stephen Schaefer en 2009. Ces professeurs réputés avaient été missionnés par le gouvernement norvégien pour expliquer la performance décevante du « Government Pension Fund Global » (GPF), réceptacle des revenus pétroliers du pays, et premier fonds souverain au monde avec près de 1 000 milliards de dollars d'actifs. Leur rapport d'analyse conclut que la performance du fonds (-23,3 % au cours de la crise de 2008)

pouvait surtout s'expliquer par son exposition à un petit groupe de facteurs, et en grande majorité par son exposition au risque actions. Le Graphique 1 montre que ce phénomène est loin d'être circonscrit au GPF et à la crise de 2008. En moyenne, les fonds d'allocation, qu'ils soient classifiés « balancés », « flexibles » ou même « alternatifs », affichent des trajectoires comparables à celles des marchés d'actions en termes de performance.

ÉQUILIBRÉ EN CAPITAL = ÉQUILIBRÉ EN RISQUE ?

La simultanéité des rendements des fonds tient au fait que la grande majorité des gérants définissent leurs allocations en appliquant directement le modèle de Markowitz aux grandes classes d'actifs. L'idée des partisans de la première génération d'allocation d'actifs est ainsi de combiner deux classes d'actifs faiblement corrélées – les actions et les obligations gouvernementales présentent une corrélation moyenne proche de zéro – pour bénéficier de l'effet diversification mis en évidence par Markowitz. Une optimisation de type moyenne-variance basée sur

les paramètres historiques de long terme (rendement, risque et corrélation) aboutit à une allocation « efficiente » de type 60 % actions / 40% obligations, qui sert aujourd'hui de benchmark stratégique à de nombreux fonds de pension (dont le GPF) et d'investisseurs anglo-saxons. Mais comme le montre le Graphique 2, cette allocation « en capital » 60/40 s'avère très différente de l'allocation « en risque » moyenne (calculée sur la période 2004 à 2015) pour laquelle la contribution des actions est proche de 100 % (donc 0 % pour les obligations). L'évolution de la performance de cette allocation stratégique est donc quasiment exclusivement dépendante de l'évolution de la performance des actions.

PLUS DE MARGE DE MANŒUVRE = PLUS DE DIVERSIFICATION ?

La plupart du temps, les paris tactiques des gérants autour de cette allocation stratégique ne sont pas suffisamment marqués pour infléchir cette tendance. C'est notamment le cas des fonds flexibles qui réalisent des performances comparables et concomitantes à celles des fonds balancés (voir Graphique 1) alors qu'ils sont supposés avoir des marges de manœuvre plus importantes. Pour limiter l'exposition du portefeuille au risque actions, certains investisseurs (institutionnels français par exemple) ont choisi un benchmark stratégique surinvesti en obligations de type 30/70. Mais dans les faits (voir Graphique 2), la contribution du risque actions au risque global du portefeuille reste largement prédominante (supérieure à 85 %).

PLUS DE CLASSES D'ACTIFS = PLUS DE DIVERSIFICATION ?

Pour diluer la part actions et tenter de contenir l'ampleur des pertes extrêmes, les partisans de la deuxième génération d'allocation d'actifs ont

ouvert leurs portefeuilles à d'autres classes d'actifs : immobilier, matières premières, capital-risque, infrastructure, capital-investissement, obligations privées, etc. Celles-ci avaient en effet mieux résisté que les actions à la phase d'éclatement de la bulle technologique (2000-2002).

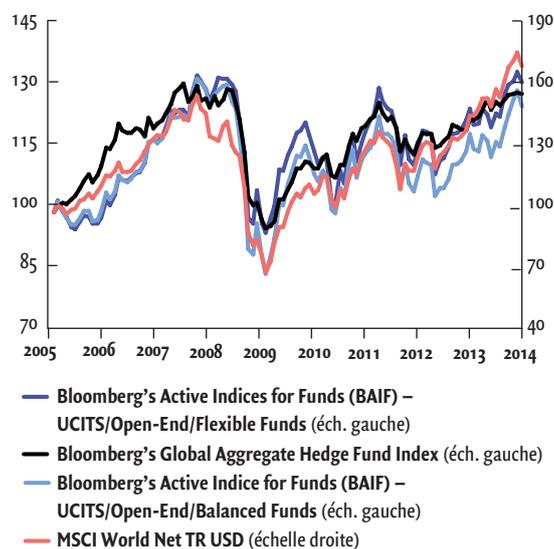
Mais les crises récentes (2008 & 2011) n'ont pas seulement été caractérisées, comme les précédentes, par une forte augmentation de l'aversion pour le risque. Elles ont en plus été le théâtre d'une chute sévère de la liquidité qui a emporté avec elle, non seulement les classes d'actifs risquées, mais également tous les segments de marché les moins liquides. Depuis fin 2004, ces classes d'actifs « alternatives » ont ainsi présenté un pouvoir de diversification très modeste vis-à-vis des marchés d'actions, avec une corrélation moyenne supérieure à 80 % et une simultanéité quasi systématique des rendements extrêmes négatifs (voir Graphique 3 et Tableau 1).

Sur les dernières crises, le GPF, comme la plupart des fonds d'allocation traditionnels, ont donc souffert de leur exposition aux marchés d'actions, que cette exposition ait été explicite (investissement direct sur les marchés d'actions) ou implicite (investissement sur d'autres classes d'actifs, mais qui se sont recorrélées à la baisse avec les marchés d'actions).

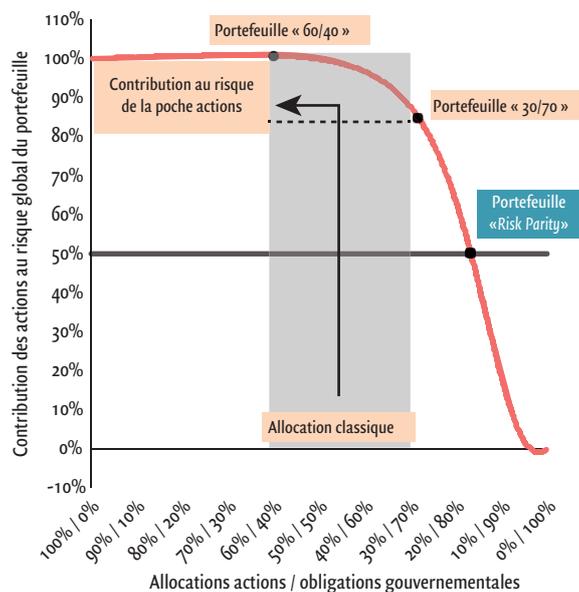
RISK PARITY: UNE SOLUTION « TOUT TEMPS » ?

Finalement, seules les obligations gouvernementales ont représenté une véritable alternative aux marchés d'actions au cours de la dernière décennie. Les partisans de la troisième génération d'allocation d'actifs ont alors repris à leur compte l'idée originelle d'acheter des actions et des obligations, mais ils ont imaginé des méthodes alternatives au cadre traditionnel moyenne-variance (Markowitz) pour déterminer leurs poids relatifs au sein des porte-

1. PERFORMANCE DES INDICES DE FONDS D'ALLOCATION



2. ALLOCATION EN CAPITAL VERSUS ALLOCATION EN RISQUE



Sources : Analyse réalisée par l'auteur entre décembre 2004 et décembre 2015. Les actions sont représentées par l'indice MSCI World Net TR (USD), les obligations par l'indice JP Morgan GBI Global (Hedged USD).

feuilles. La plus célèbre est l'allocation en risk parity. Celle-ci « force » la diversification à être effective en estimant les poids « en capital » qui correspondent à une allocation paritaire « en risque ». Calibrée sur les paramètres de risque des 11 dernières années, cette allocation est constituée de 17 % d'actions et de 83 % d'obligations (voir Graphique

3. PERFORMANCE DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIF

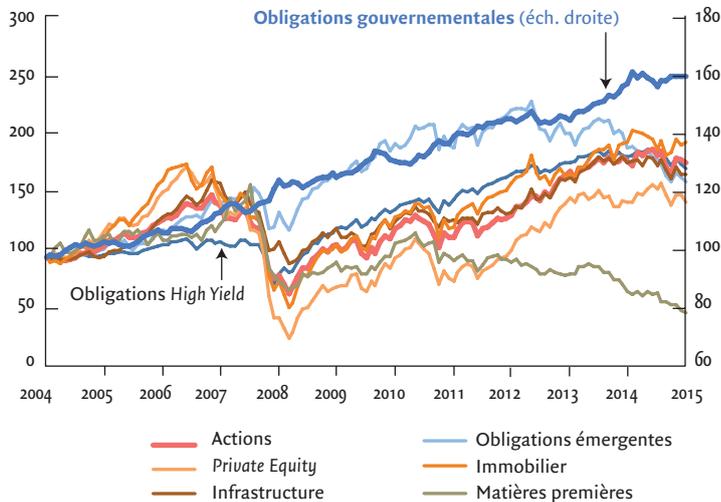


Tableau 1. **Simultanéité des performances des classes d'actifs**

	Performance 2008	Performance S2-2011	Corrélation vs Actions
Actions	-41 %	-10 %	-
Private Equity	-66 %	-25 %	92 %
Infrastructure	-31 %	-5 %	86 %
Immobilier	-48 %	-11 %	87 %
Obligations gouvernementales	9 %	5 %	-26 %
Obligations High Yield	-24 %	1 %	76 %
Obligations émergentes	-5 %	-8 %	75 %
Matières premières	-37 %	-11 %	58 %

Sources : Les actions sont représentées par l'indice MSCI World Net TR, les obligations gouvernementales par l'indice JP Morgan GBI Global, les obligations high yield par l'indice iBoxx Liquid High Yield, les obligations émergentes par l'indice JP Morgan GBI-EM Global Diversified Composite, le private equity par l'indice LPX50 Listed Private Equity TR, l'infrastructure par l'indice MSCI World Infrastructure NR, l'immobilier par l'indice FTSE EPRA NAREIT Developed TR et les matières premières par l'indice Bloomberg Commodities (tous en dollar US).

2). L'allocation en *risk parity* présente un avantage théorique structurel par rapport aux allocations traditionnelles (60/40 ou 30/70) dans la mesure où les performances sont censées dépendre de deux investissements décorrélés au lieu d'un seul. En pratique (voir Graphique 4), la diversification entre actions (représentées par l'indice S&P500) et obligations (représentées par l'indice JP Morgan US) a été impressionnante. Depuis le début des années 1990, l'allocation en *risk parity* n'a en effet jamais sous-performé le taux sans risque sur une période glissante de 5 ans. Le test ultime de l'année 2008

a même été franchi avec succès avec une surperformance de près de 3 % par rapport au taux sans risque. Il n'en fallait pas plus pour convaincre les gérants de lancer ce type de fonds. Concrètement, afin de maintenir un rendement espéré proche de celui du marché actions, les fonds *risk parity* prennent des leviers de l'ordre de 5. Autrement dit, leurs expositions aux marchés d'actions et de taux sont respectivement d'environ 85 % et 400 %. Depuis les premiers lancements de fonds *risk parity*, la réalité a même dépassé la fiction (en l'occurrence les simulations historiques). Ces fonds ont en effet bénéficié

d'une recorrélation à la hausse des actions et des obligations dans un contexte de politiques monétaires particulièrement accommodantes partout dans le monde. « Cerise sur le gâteau », les petits « trous d'air » enregistrés par les marchés d'actions (par exemple à l'été 2011 avec la crise des dettes souveraines) ont été compensés par la forte performance des marchés obligataires.

La période récente a néanmoins été plus difficile : l'allocation *risk parity* a en effet enregistré une performance étonnante au cours des trois dernières années (cf. Graphique 4). Les investisseurs sont désormais nombreux à penser que cette période est représentative de ce qui pourrait se passer au cours des prochaines années, et ce quel que soit le scénario envisagé pour la croissance économique mondiale. En cas de poursuite des craintes concernant la croissance économique, les marchés d'actions sont au mieux, limités à la hausse (les multiples de valorisation sont élevés) et au pire, sujets à de forts dégagements. Dans le même temps, le potentiel de contribution de la partie obligataire apparaît faible au regard du niveau actuel des taux d'intérêt. C'est le scénario qui prévaut depuis l'été 2015, avec une performance moyenne de ce type de fonds de l'ordre de -10 % entre août 2015 et avril 2016. Le deuxième scénario est celui d'une amélioration progressive de l'environnement économique avec l'adoption par la Federal Reserve (Fed) d'une politique monétaire plus restrictive. Dans ce cas, actions et obligations gouvernementales pourraient rester corrélées... mais cette fois-ci à la baisse. L'expérience du mois de juin 2013 au cours duquel la Fed a annoncé un ralentissement de ses injections de liquidité constitue à ce titre un avertissement sans frais. Les fonds *risk parity* ont en effet tous enregistré des reculs importants sur cette période (-7 % en moyenne en raison de la baisse

simultanée de tous les actifs), puis récupéré l'essentiel de ces pertes au cours des trimestres suivants grâce au discours de « patience » finalement distillé par la Fed.

HEDGE FUNDS = INVESTISSEMENTS RÉELLEMENT « ALTERNATIFS » ?

Les classes d'actifs étant chères et fortement corrélées, les investisseurs se tournent de plus en plus massivement vers les Hedge Funds (HF). Ceux-ci sont en effet censés délivrer des performances décorrelées des principales tendances, grâce à la possibilité de vendre à découvert les différents actifs. Les encours gérés ont triplé sur les dix dernières années et représentent aujourd'hui près de 3 000 milliards de dollars selon HFR (Hedge Funds Research). Cette tendance devrait se poursuivre. D'après une enquête menée par McKinsey (août 2014), les trois-quarts des investisseurs entendent augmenter ou maintenir la part de leur portefeuille allouée aux HF au cours des trois prochaines années. Selon Citigroup (2014), leur encours global devrait ainsi presque doubler d'ici fin 2018.

Dans ce contexte, l'annonce du plus gros fonds de pension américain CalPERS (California Public Employees' Retirement System) de se désengager complètement de ce type d'investissement apparaît comme une décision à contre-courant du marché. Pourtant, à y regarder de plus près, les HF ont en moyenne échoué dans leur quête de diversification (voir Graphique 1). Au cours des 11 dernières années (2005 à 2015), les HF – qu'ils soient « investissables » (indices HFRX) ou non (indices HFRJ) – ont enregistré des performances très fortement corrélées avec celles des classes d'actifs risquées telles que les actions – représentées par l'indice MSCI World Net TR USD – ou le crédit high yield – représenté par l'indice iBoxx US Liquid High Yield. (voir Tableau 2).

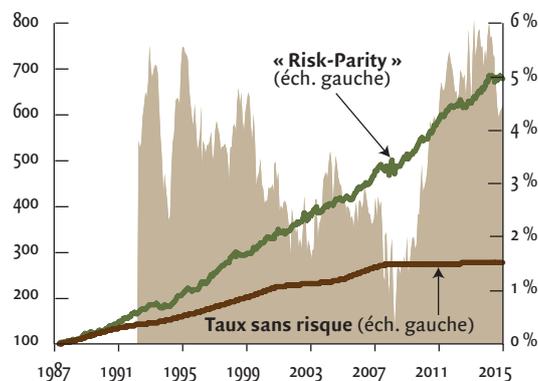
En poussant l'analyse un peu plus loin, il est également troublant de constater que les différentes stratégies employées par les HF (Event Driven, Long/Short Equity, etc.), a priori très différentes sur le papier, affichent toutes des niveaux de corrélation importants avec l'univers global des HF.

CONCLUSION

L'impact des crises successives (éclatement de la bulle technologique de 2000-2002, crise financière globale de fin 2008/début 2009, crise des dettes souveraines de 2011-2012) sur les performances des fonds d'allocation classiques (fonds bilanciés, flexibles et alternatifs) a agi comme un révélateur. Les professionnels ont réalisé que les méthodes traditionnelles d'allocation d'actifs aboutissaient à une exposition implicite des fonds, au mieux à quelques facteurs de risque en régime de croisière, au pire à un unique risque actions en période de forte aversion pour le risque. Même la diversification historique entre actions et obligations gouvernementales a été interrompue sur les dernières années parce que la liquidité apportée par les banques centrales a fait progresser tous les actifs. Si les fonds risk parity en ont largement profité, l'environnement actuel apparaît beaucoup moins propice. L'analyse de la simultanéité des performances (réalisées ou potentielles) de la plupart des fonds a même fait dire à beaucoup d'investisseurs que la diversification et l'alpha étaient des leurres.

Si ce constat est malheureusement vérifié en moyenne, il ne peut pas être généralisé à l'ensemble des fonds d'investissement. Certains ont ainsi surperformé de manière consistante leurs indices de référence respectifs. Quel est le « secret » des professionnels en charge de les gérer ? C'est le thème que nous aborderons dans le deuxième article de notre série dédiée à l'investissement factoriel. ■

4. PERFORMANCE DE L'ALLOCATION EN « RISK PARITY »



■ Sur-performance annualisée sur périodes glissantes de 5 ans (éch. droite)

Source : Analyse réalisée par l'auteur. Les actions sont représentées par l'indice S&P500 TR et les obligations par l'indice JP Morgan US.

Tableau 2. Simultanéité des performances des Hedge Funds

	Corrélation vs	
	HFRX Global	HFRJ Global
Actions	80 %	89 %
Spread High Yield	70 %	72 %
Event Driven	90 %	95 %
Long/Short Equity	95 %	99 %
Convertible arbitrage	76 %	81 %
Distressed	71 %	87 %
Macro	57 %	55 %

Source : Analyse réalisée par l'auteur entre décembre 2004 et décembre 2015. Les actions sont représentées par l'indice MSCI World Net TR (USD) et le crédit high yield par l'indice iBoxx US Liquid High Yield.

BIBLIOGRAPHIE

- Ang Andrew, William N. Goetzmann et Stephen M. Schaefer (2009), *Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global*, rapport pour le ministre norvégien des Finances.
- Mesomeris Spyros, Yiyi Wang, Marco Salvini et Jean-Robert Avettand-Fenoel (2012), *A New Asset Allocation Paradigm*, rapport thématique de Deutsche Bank.