**L’allocation d’actifs C. BITO**

L’allocation d’actifs consiste à assembler l’ensemble des composantes d’un portefeuille de valeurs mobilières. Elle donne en pourcentage le poids des classes d’actifs. Par grandes masses, l’allocation d’actifs d’un investisseur détermine la quantité d’actions, d’obligations et de produits monétaires, de trésorerie appelé aussi liquidités.

Dans la répartition par grandes classes d’actif à coté des actions, obligations et liquidités certains introduisent une catégorie « autres » ou « divers » regroupant des investissements tels que les commodities, l’or, l’immobilier sous forme de SCPI, les produits structurés, les fonds alternatifs….Cette catégorie « autres » pèse généralement entre 0 et 15% d’une allocation classique et a pour objectif d’accroître la diversification ou jouer un pari spécifique : les mines d’or, un tracker sur le pétrole, le dollar…

L’allocation d’actif peut être présentée de manière plus détaillée :

A l’intérieur du % d’actions, on distingue les zones géographiques et pays

* France
* Europe
* Etats-Unis
* Asie
* Japon
* Pays émergeants

On peut aussi intégrer les petites et moyennes capitalisations ainsi que les poches thématiques : valeur technologiques, énergies nouvelles, ISR , infrastructure…

Si des zones étrangères font l’objet d’une couverture de change elle est mentionnée.

Pour la part en obligations, on distingue :

* Obligations d’état zone euro (les « govies ») et la sensibilité ou la duration du portefeuille
* Obligation « crédit », c'est-à-dire d’émetteur privées, ceux-ci pouvant être classés en « investment grade » (de qualité notée) et en « hight yield » (sociétés plus risquées).
* Obligations internationales, par pays et éventuellement avec couverture du risque de change.
* Dette des pays émergents
* Obligations convertibles.

En ce qui concerne les liquidités, il peut être mentionné le support ( SICAV monétaire, compte à terme, bon du trésor, certificat de dépôt) ainsi que leur durée ( 0 à 6 mois).

L’allocation d’actif détermine donc l’ensemble de la structure d’un portefeuille. C’est généralement le principal contributeur à la performance totale d’une gestion, surtout lorsque les bourses varient avec une forte amplitude.

Ainsi, si les actions montent de + 20%, et qu’une allocation est investie à seulement 5% en actions, 95% en liquidités, la qualité du stock picking a peu de chance de compenser le poids de l’allocation.

C’est donc le partie la plus importante et la plus complexe de la gestion de portefeuille puisqu’elle doit combiner les compétences et techniques sur toutes les classes d’actifs.

Nous présenterons dans un premier temps les typologies d’allocation, puis les méthodes traditionnelles d’allocation d’actif, enfin les développements techniques récents.

I Les typologies d’allocation d’actifs

1. les gestions profilées:

Premières catégories d’allocation d’actifs proposées aux investisseurs dans les années 80 :

 « Les gestions profilés ». Afin de répondre aux exigences réglementaires de définition des mandats, les banques ont définies 3 grandes classifications :

* Le profil prudent
* Le profil équilibre (ou « balance portefolio »)
* Le profil dynamique

A la même période, le développement des contrats d’assurances vie investis en unités de compte (« UC ») sur des fonds (Sicav et FCP) a entrainé en parallèle la création de fonds profilés sur les 3 mêmes orientations.

 Le profil prudent correspond généralement à une détention de 25% d’actions, l’équilibre de 50% d’actions et le dynamique de 75 à 80% d’actions.

 A destination des institutionnels et des entreprises, des profils de type « monétaire dynamique » ou « trésorerie dynamique » ont été aussi proposés. Ces profils mixaient environ 5% d’actions avec 95% de placements en obligations ou de trésorerie. Cette dernière appellation («  trésorerie dynamique ») ne font plus partie des catégories d’orientations réglementaires car elle suggère des placements très surs de trésorerie, alors que les actions et surtout les obligations peuvent enregistrer de fortes moins values ainsi que des problèmes de liquidité comme en 2007/2008.

Les gestions profilées ont connu un grand succès auprès des investisseurs, mais ont entrainé d’importantes déconvenues à l’usage : lors des grandes phases de hausse des bourses (1998-2000 ou 2003-2006), ces gestions étaient bien entendu distancées en performance par les fonds purs , les gestions indicielles et autres trackers d’indices .

Pire, en phase de baisse (1997 ou 2001) les clients ne comprenaient pas que le profil dynamique reste investi à 80%, 70% au mieux. Or le changement de profil, à la faveur d’un mandat prudent par exemple nécessite une formalisation longue (signature d’un nouveau mandat).

2. les gestions diversifiées:

A la fin des années 90 se sont donc développées les gestions diversifiées pour lesquelles l’allocation peut varier dans de plus large proportions.

L’on distingue les gestions flexibles et les gestions diversifiées réactives.

Les premières affichent des fourchettes hautes et basses encadrant la variation possible de la part action : ainsi une gestion diversifiée flexible prudente peut autoriser une part action allant de 0 à 50%.

Les gestions réactives ou « carte blanche » varient dans une grande amplitude (0 à 100% d’action éventuellement) Elles sont plus complexes à analyser car elles n’ont pas d’indice de référence, elles sont libres d’aller sur tous les marchés.

Ces dernières sont fort séduisantes pour l’investisseur puisqu’elle recherche à être investies quand les bourses montent… et désinvesties en cas de baisse. Si le portefeuille prend les mouvements dans le mauvais sens, on parle de « porte de saloon » (acheter quand cela baisse, vendre quand cela continue de monter). Les gestions réactives ont donc la possibilité de générer le meilleur… et le pire.

Notons que dans un approche classique la somme des pondérations est égale à 100% . Si elle dépasse 100% l’investisseur utilise une capacité d’emprunt pour investir au-delà de son actif. Cette catégorie d’allocation pratiquant l’effet de levier est alors appelée « hedge-funds » ou gestion alternative.

3. les gestion pilotées :

Cette derniére typologie correspond aux mandats d’arbitrage mis en place par les compagnies d’ assurance-vie . Ces dernières proposent à leurs souscripteurs des options possibles de déléguation d’arbitrage de leurs contrats effectués automatiquement à des dates régulières ( généralement tous les mois ou chaque trimestre ) selon une allocation et une grille de fonds sélectionnée par la compagnie .

La compagnie d’assurance peut utiliser les conseils d’ allocation et de multigestion d’une société tierce , ayant éventuellement le statut de société de gestion . L ‘ ensemble des clients du contrat qui ont souscrit la même option de gestion pilotée verront leur portefeuille en Unités de Compte

varier dans les mêmes proportions , c’est à dire à la hauteur des mêmes pourcentages appliqués au montant de leur épargne sur le contrat .

 Les objectifs de ces gestions pilotées correspondent aux catégories déjà présentées ci dessus .

Une novation importante qui a favorisé le développement des gestions pilotées a consisté à inclure dans le mandat d’arbitrage la possibilité d’utiliser le fonds en euro de la compagnie d’assurance pour la partie sécuritaire de l’allocation . Les fonds en euro des compagnies d’assurance vie bénéficie d’une garantie en capital et d’ un rendement minimum .

 Leurs performances ont été proches des rendements obligataires avec une volatilité très faible .

II Les méthodes d’allocation d’actif

Afin d’obtenir à un instant donné une allocation correspondant au mandat confié par l’investisseur (en résumé un profil ou une figure libre pour les gestions flexibles et réactives) plusieurs techniques sont utilisées par les gestionnaires.

 1. Le bottom-up ou best selection:

Peu répandue, cette méthode de pur stock-picking consiste à additionner dans un portefeuille les idées d’investissement action, titre par titre. Partant d’une position 100% en produits de trésorerie, le gestionnaire investit dans des actions, généralement une proportion de 5%, sur ses meilleures idées de stock-picking. Le portefeuille peut en conséquence être peu ou pas du tout investi si le gestionnaire ne trouve pas de valeurs à sélectionner ; il reste sur des placements d’attente, en trésorerie .

 Une approche comparable existe dans l’autre sens : le portefeuille est investit à 100% dans une sélection de titres en stock-picking. L’objectif est de dégager le maximum d’alpha, c'est-à-dire de surperformance par rapport au marché. L’allocation, c'est-à-dire l’exposition au marché est ensuite pilotée de façon indépendante sous forme de couverture. Ainsi, les choix de conviction restent en portefeuille et le gestionnaire peut couvrir une phase conjoncturelle de marché en baisse . Il utilise généralement des contrats à terme.

 Les autres méthodes d’allocation d’actif reposent plus souvent sur une approche « top-down », c'est-à-dire la détermination des grandes classes d’actifs composant le portefeuille.

2. L’allocation core-satellite

Cette méthode de construction est surtout utilisée pour les gestions profilées dynamiques ou équilibre (« balance »). Le cœur du portefeuille est investi de façon stable dans des pourcentages proche d’un benchmark, indice de référence. Par exemple, un profil dynamique de référence actions mondiales, peut, dans cette approche, être composé de façon permanente de 80% d’actions, ces dernières investies sur les zones respectant le poids des grandes capitalisations mondiales.

Marché

US 40%

Europe 32%

Asie et émergents 3%

Japon 5%

 80%

C’est l’allocation stratégique qui sera maintenue à moyen terme. Les investissements dans chaque poche (actions US, actions Europe…) sont généralement proches des grands indices : leur bêta (sensibilité aux variations de marché) proche de 1.

On peut à court terme ajouter des choix tactiques :

.soit par l’ajout de gestions satellites telles les petites capitalisations, les matières premières, les fonds thématiques, les obligations à haut rendement - ces opérations éventuelles, pondérées entre 5 et 10% doivent « tilter » la performance globale du portefeuille,

 .soit par l’augmentation ou la diminution à la marge (5 à 20%) des investissements core. Ces opérations à plus court terme, de « trading », sont réalisées avec des contrats à court terme.

 Par exemple, couvrir un quart de l’exposition Europe si l’on pense que cette zone peut être touchée par une nouvelle spécifique (hausse des taux, problème politique…) L’allocation tactique utilise aussi souvent des modèles d’analyse technique ou chartisme.

3. L’allocation global-macro ou « single hedge fond »

Ces méthodes se retrouvent principalement dans la gestion de portefeuille diversifiées flexibles ou réactives. Par différence avec la méthode « best sélection » qui « empile » les bonnes idées sur les actions de société, le global-macro compose son allocation basée sur des thèmes généraux, macro-économiques le plus souvent.

Par exemple, une gestion qui pronostiquerait la forte croissance dans les pays émergents d’Asie investirait sur la Chine, l’inde, et quelques pays tels que la Thaïlande, la Corée et aussi des thèmes tels les matières premières, les transports et les infrastructures. Une autre gestion qui à l’inverse pronostiquerait un fort ralentissement de l’activité économique mondiale privilégierait les obligations d’Etat, voir l’or et les mines d’or en valeur refuge.

Ces paris qui peuvent être très marqués dans les fonds « carte blanche » réactifs et produire des performances très différentes des indices.

En tout cas peu corrélées avec les gestions classiques, d’où l’expression « single hedge fond » car ils n’ont pas accès dans les gestions traditionnelles à l’effet de levier ou aux positions nettes vendeuses.

III. Les développements récents

Depuis une dizaine d’années, d’autres méthodes et variables d’action sur l’allocation sont apparues.

1. La gestion par allocation des styles- la multigestion

La multigestion permet dans un même portefeuille d’allouer par classe d’actifs (approche traditionnelle) et aussi par style d’investissement.

 Rappelons que la multigestion consiste à sélectionner des gérants de portefeuille, charge à chaque gérant sélectionné de mener sa propre gestion et stock-picking dans un mandat ou un fonds. Ainsi, en multigestion on peut déterminer le poids des marchés (par exemple 30% d’actions européenne) et le style d’investissement de ces actions (par exemple 10% en fonds indiciels, 10% en gestions value et 10% en petites et moyennes capitalisations).

Dans les périodes mouvementées des marchés, la multigestion si elle est bien menée a produit des résultats intéressants, notamment dans les gestions profilées. En effet, sous réserve d’un bon scénario, une allocation prudente ex ante sur un profil dynamique avec néanmoins un minimum de 60% d’actions, peut limiter les conséquences d’une baisse. Si les 60% d’actions sont confiés à des gérants prudents dans leur choix, spécialistes dans les valeurs et secteurs défensifs, on amortit la baisse.

1. L’allocation d’actifs quantitative

Ce processus en deux étapes utilise les enseignements des modèles de théorie financières développés dans les années 70 suite aux travaux de Markowitz (1959) puis de Sharpe(1964).

En quelques mots, on doit d’abord supposer que les actifs financiers ont des rentabilités dont l’occurrence suit les statistiques d’une loi normale.

 Cette hypothèse n’est pas absurde. Par exemple, le graphique ci-joint représente les performances hebdomadaires du CAC 40 depuis décembre 2004.

 

On le lit de la manière suivante : depuis 2004, il y a eu 45 semaines où la performance de la bourse française, indice CAC 40 a été comprise entre 0 et 1% et une semaine où elle a été de

 – 22% ( en octobre 2008).

La forme de cette distribution des performances évoque la «courbe en cloche » caractéristique de la loi normale. Si l’on accepte cette hypothèse, les caractéristiques d’ un placement se résument à 2 paramètres : sa rentabilité moyenne (ici, depuis 2004 la performance moyenne du CAC 40 a été de +0.1% par semaine) et sa volatilité, c’est-à-dire la dispersion autour de la moyenne mesurée par l’écart- type . Dans l’exemple ci-dessus, on calcule un écart –type exprimé en % par an de 23.6% .

Cette dernière valeur est communément retenue comme la mesure du risque d’un placement ( ce qui est juste si l’on fait l’hypothèse que la série des rendements suit une loi normale) . Une mesure de 23.6 % pour le CAC40 sur cette période signifie que , dans 95% des cas les variations ont été comprises entre +46.25% et –46.25% par an . Cet intervalle dit » de confiance » correspond aux st astiques d’une loi normale .

 En fait, cette hypothèse correspond assez bien à la réalité, mais les paramètres changent dans le temps. Ainsi la volatilité du CAC40 qui sert à notre exemple est passée à plus de 35% en 2009 .

 Ensuite, il est logique de supposer que l’investisseur s’efforce d’obtenir la meilleure rentabilité pour un niveau de risque donné, ou, par rapport à un objectif de rentabilité, prendre le moins de risque possible.

Or on peut aisément quantifier le risque si l’on conserve l’hypothèse que les rentabilités des actifs suivent une loi normale par le calcul de l’écart type . On peut même abaisser le niveau de risque d’un portefeuille qui combine plusieurs actifs . En effet les rentabilités de chaque actif d’un portefeuille s’additionnent . Cependant le risque d’un tel portefeuille est toujours inférieur ou égal au risque de chacun de ses composants . Seulement dans le cas ou chacun des actifs bougeraient exactement dans le même sens tous les jours et dans les mêmes proportions le risque serait égal . Sinon, le résultat d’une corrélation différente de 100% est que la diversification d’un portefeuille diminue son risque moyen ( c’est à dire qu’une partie de la volatilité s’élimine par la diversification des risques ) .

Illustrons ce point avec un exemple simplifié sur un portefeuille composé de seulement deux actifs,deux fonds sélectionnés en multigestion .

Supposons qu’entre décembre 2004 et mai 2008 un investisseur ai souhaité investir dans deux sicav investissant sur les thèmes suivants :

. les actions françaises à fort rendement ( taux de distribution de dividendes élevés) , la sicav A

. les action des zones à fortes croissances économiques , principalement pays émergents, à travers un fonds à orientation prudente ( ici 50 % maximum d’actions) avec la sicav B

La performance de chacun des deux supports sur cette période a finalement été exactement

 égale , soit 42%, comme l’illustre le graphique suivant retraçant l’évolution de l’un et l’ autre sur a même période :



 performance du fond A et B sur la période

Néanmoins, on constate que l’évolution de la valeur des deux fonds n’est pas parallèle , même

si le résultat au terme est égal . Les zones et les styles d’investissement des deux produits ne sont pas parfaitement corrélés . La volatilité du fonds B mesurée en % par an a été de 7.8% et celle de A, 11.9% par an .

Si on compose maintenant un portefeuille combinant 50% du fond A et 50% du fond B .La performance obtenue sur la même période est bien entendu :

50%\*42%+50%\*42% = 42%.

Mais la volatilité, le risque du portefeuille s’établit lorsque l’on la calcule à : 8.5%.

Or : 50%\*7.8%+50%\*11.9%=9.85% , ce qui signifie qu’une partie des risques s’éliminé dans les variations quotidiennes .



Le travail de diversification quantitative consiste à déterminer les proportions de l’un et l’ autre

qui permette de minimiser le risque total de l’allocation en portefeuille .

Cette méthode s’avère très efficace si les paramètres statistiques restent stables dans le temps . Autrement dit le résultat montré ci dessus est construit avec des performances déjà connues, c’est à dire ex post . Pour que la méthode fonctionne il faut anticiper une certaine régularité des conditions de marché et ici de gestion des deux fonds .

Ou alors il est nécessaire de développer des modèles intégrant les déformations des marchés ; ce qui est particulièrement complexe lorsque qu’il se produit des crack comme en 2007- 2008 .

Ce sont sur ses problématiques que certains sociétés de gestion travaillent actuellement les modèles d’allocation d’actif .

Dans l’ouvrage de B. Jacquillat et B . Solnik « Les marchés financiers et la gestion de portefeuille « on décrit les méthodes qui permettent de combiner plusieurs actifs, définissant «  la frontière efficiente «  c’est à dire les combinaisons de portefeuille qui à un objectif de risque donné offrent la meilleure rentabilité .

L’allocation d’actif quantitative consiste dans une première étape dite qualitative à choisir les classes d’actifs, voire les supports d’investissement selon une méthode traditionnelle.

 On établit la liste des paris que l’on souhaite voir figurer dans son portefeuille afin de maximiser la rentabilité attendue : par exemple le Japon, l’Asie, les petites valeurs zone Europe.

La deuxième étape quantitative détermine la composition exacte en % de chacune des composantes afin que le portefeuille soit efficient, c’est-à-dire offrant la meilleure rentabilité attendue au niveau de risque choisi par l’investisseur .

**Conclusion** : et l’investisseur, quelle allocation choisir ?

Le conseiller financier indépendant ou le gestionnaire de portefeuille a comme principale mission de mesurer le profil de risque de son client, lui permettant ainsi d’appliquer une allocation.

L’outil permettant ce rapprochement entre ce que veut le client (la meilleure rentabilité bien sûr, mais avec quelle prise de risque acceptée) et l’allocation qui lui correspond (flexible, profilée…) est le **degré de volatilité**.

En effet, l’écart-type mesure les déviations possibles, donc les pertes éventuelles par rapport à l’objectif de rentabilité.

Un investisseur qui ne veut pas prendre de risque n’accepte pas une forte volatilité. Il doit s’orienter vers des profils prudents, voir à l’extrême des placements monétaires à court terme en Bons du Trésor s’il ne veut pas prendre du tout de risque.

A l’opposé, un spéculateur qui accepterait pleinement le risque des bourses irait jusqu’aux niveaux de 20, voir 30% de volatilité (ce qui correspond à des intervalles de variations possibles atteignant -40% à -60% dans 95% des cas possibles, selon la loi normale).

En 2010, de nouvelles approches répondent aux conséquences du crack financier de 2007-2008.

En effet, dans la version la plus précise et la plus élaborée de l’allocation d’actif, on aurait pu avoir en 2006 un investisseur qui choisit un profil dynamique de 80% à 100% d’actions, acceptant donc un risque de perte pouvant atteindre celui du marché -soit par exemple pour l’indice CAC 40, une volatilité de 20%.

Par la suite en 2008, le crack financier a été d’une telle violence que la volatilité du CAC 40 a dépassé 40%.

Ce qui veut dire que s’il souhaitait toujours la même prise de risque, il devait avoir au plus 50% d’actions, et non 100 !. Ce phénomène a été évoqué précédemment : les paramètres d’évolution des bourses changent.

On voit donc apparaître des méthodes d’allocation pilotées par le paramètre de risque, la volatilité.

Ce sont des programmes dits de gestion du risque ou de risk-budget. Dans notre exemple, si l’investisseur de 2006 souhaite conserver son « budget de risque » identique en 2008, il doit diminuer de moitié son allocation en action.