



LE CASSE-TÊTE DE LA RÉPARTITION DE L'ACTIF

INTÉGRER LES PERSPECTIVES LIÉES AUX FACTEURS DE RISQUE

Depuis des décennies, la répartition stratégique de l'actif est établie, dans sa version privilégiée, à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe. Beaucoup d'investisseurs croient maintenant que pareille répartition répond mal à leurs besoins futurs. Si le problème est reconnu par un peu tout le monde, aucun consensus ne se dégage sur une solution de rechange ou sur l'ampleur réelle du problème.

Pourquoi le casse-tête de la répartition de l'actif est-il apparu et comment d'autres perspectives contribueront-elles à déterminer avec une plus grande confiance la répartition de l'actif dans l'avenir?

Définir le problème

Ce casse-tête a généré une diversité de réactions chez les investisseurs. Certains voient le problème comme une absence de concordance entre l'actif et les engagements à venir; le risque lié aux actions serait trop important, alors que les titres à revenu fixe seraient insuffisants et leur durée, trop courte. D'autres y voient plutôt un problème de rendement prévu créé par la piètre performance des obligations et par la volatilité des actions qui aurait une plus grande incidence sur le rendement total.

La réaction des investisseurs a été en partie attribuable à leur taille : les plus gros font des changements, mais les plus petits en font moins.

Cependant, peu importe leur taille, tous les investisseurs sont plus conscients des risques lorsqu'ils élaborent une stratégie.

Le défi de formuler des hypothèses

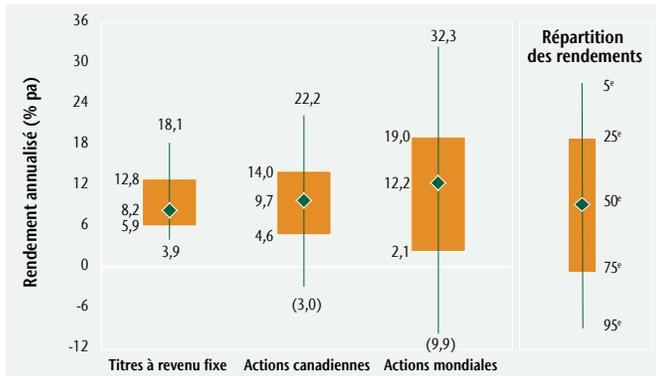
Une stratégie de répartition de l'actif est généralement déterminée par une analyse d'optimisation basée sur la moyenne et la variance à l'aide du rendement des catégories d'actif, de l'écart-type et des corrélations prévues afin d'obtenir une répartition optimale suivant la frontière d'efficience.

Prévoir les hypothèses n'est pas chose facile. Par exemple, les corrélations sont instables et ont tendance à suivre la mauvaise direction au pire moment. Les risques et les rendements sont également difficiles à prévoir et, bien que la répartition de l'actif privilégie le long terme, une révision formelle de la stratégie tend à survenir tous les trois ans.

La variabilité des rendements réels peut être considérable entre deux périodes consécutives de trois ans. Le graphique 1

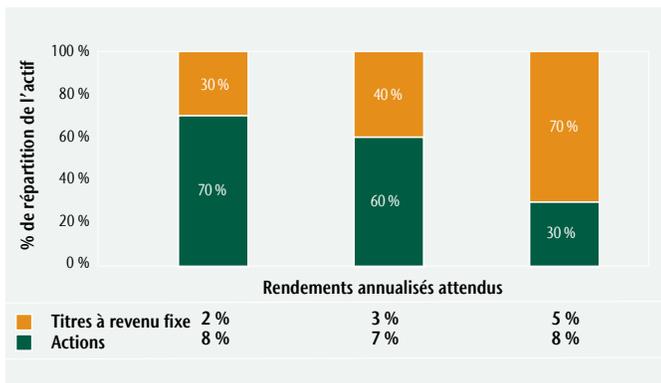
montre la fourchette des rendements sur des périodes mobiles de trois ans, de 1980 à 2015, pour les titres à revenu fixe, les actions canadiennes et les actions mondiales (non couvertes). La variabilité des rendements fait ressortir les influences à court terme lorsqu'on formule des hypothèses. Par exemple, le rendement annuel des actions mondiales a varié de -9,9 % à +32,3 % (du 95^e au 5^e centile).

Graphique 1 – Rendements sur des périodes mobiles de 3 ans, de 1980 à 2015



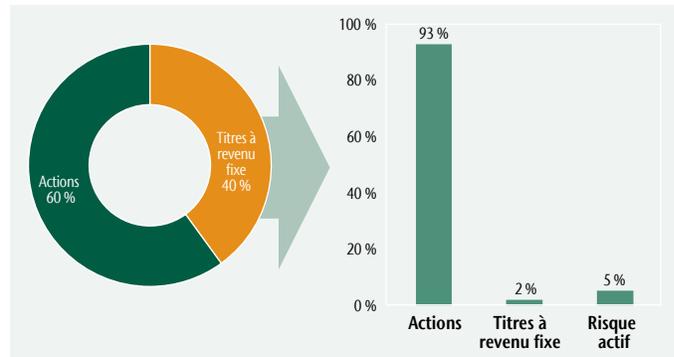
Un petit changement apporté aux hypothèses de rendement pourrait modifier de façon significative la répartition de l'actif. Dans le cas d'un portefeuille composé de titres à revenu fixe et d'actions, la répartition optimale des titres à revenu fixe augmente radicalement lorsque l'écart entre leurs rendements relatifs est réduit, comme le montre le *graphique 2* ci-dessous.

Graphique 2 – Optimisation basée sur la variance et la moyenne



Un portefeuille typique, composé à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe, manque de diversification, car les actions sont porteuses d'un risque beaucoup plus élevé (le pourcentage de volatilité du rendement attendu) par rapport à leur proportion de 60 % du capital, comme le montre le *graphique 3*. Ce manque de diversification d'un portefeuille 60/40 est apparu au grand jour durant la crise financière mondiale de 2008.

Graphique 3 – L'apport du risque



Croissance des investissements basés sur les facteurs de risque

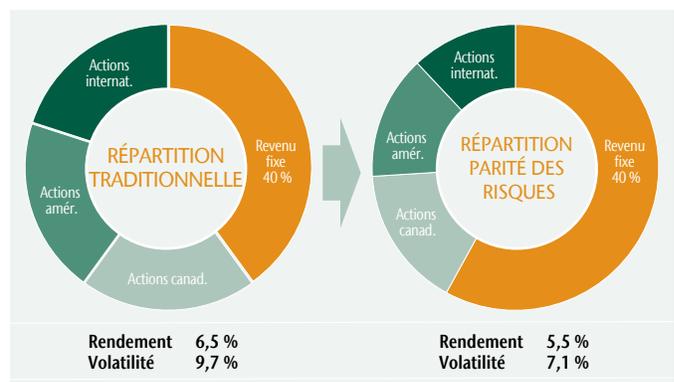
Les investisseurs sont conscients des difficultés que pose l'évaluation traditionnelle du risque et du rendement, car le concept du placement en fonction de facteurs de risque occupe de plus en plus le devant de la scène. Il existe diverses applications pour les placements faits en fonction de facteurs de risque. Par exemple, dans telle catégorie d'actif, cibler un facteur devrait produire des avantages en termes de rendement ou de risque. Le bêta judicieux tombe dans cette catégorie.

Une autre application est la parité des risques, laquelle tire son nom de son objectif déclaré, à savoir de construire des portefeuilles où les risques sont également distribués entre les catégories d'actif. Il y a aussi la répartition de l'actif fondée sur le risque : elle privilégie la répartition du risque plutôt que celle du capital dans l'ensemble du portefeuille pour obtenir une répartition plus diversifiée.

Les facteurs de risque à l'échelle d'une catégorie d'actif comportent généralement une approche fondée sur des règles de construction de portefeuille. On remplace la pondération d'un titre basée sur la capitalisation boursière par une pondération qui privilégie ses caractéristiques de rendement optimales, comme une prime de valeur ou de taille, ou ses caractéristiques de risque, comme une faible volatilité. Bon nombre de ces facteurs ont généralement obtenu des rendements supérieurs. Toutefois, rien ne garantit qu'un facteur sera toujours gagnant, de sorte que le choix de tel ou tel facteur appartient à l'investisseur.

Pour que l'on comprenne mieux le concept de la parité du risque, le *graphique 4* compare un portefeuille traditionnel 60/40 à une répartition de l'actif fondée sur la parité des risques.

Graphique 4 – Risque et rendement attendus



Le portefeuille traditionnel 60/40 a un rendement attendu d'environ 6,5 % par année et une volatilité de 9,7 %. La démarche simple fondée sur la parité des risques vise à créer un portefeuille où chaque catégorie d'actif contribue également au risque global de celui-ci; on obtient ainsi une part moins grande d'actions volatiles et une part plus grande de titres à revenu fixe. Toutefois, comme ils misent sur les mêmes catégories d'actif, les portefeuilles fondés sur la parité des risques impliquent non seulement une plus grande diversification et des risques moindres, mais aussi des rendements attendus plus faibles. Pour compenser les rendements moindres, on a recours à l'effet de levier dans la composante des titres à revenu fixe. Il n'est pas déraisonnable de recourir à un effet de levier supérieur à 50 %, suivant les rendements attendus et les coûts d'emprunt.

Le recours à l'effet de levier crée des complications qui limitent son attrait aux investisseurs de petite et de moyenne tailles, d'où il ressort que les grands investisseurs et ceux qui disposent de ressources importantes ont tendance à envisager plus souvent les solutions basées sur la parité des risques. Cette démarche a été entérinée aussi par la communauté des gestionnaires de portefeuille, notamment les gestionnaires de fonds de couverture.

Un petit changement apporté aux hypothèses de rendement pourrait modifier de façon significative la répartition de l'actif.

Le concept de la répartition de l'actif fondée sur le risque est redevable à la Norvège au lendemain de la crise financière mondiale de 2008. Le fonds souverain norvégien, l'un des grands investisseurs du monde, a essuyé, durant la crise financière mondiale, d'importantes pertes qui ont poussé le gouvernement norvégien à mandater une commission chargée d'enquêter sur le rendement du fonds et à retenir les services de trois universitaires de renom¹.

Principale conclusion de l'enquête : le portefeuille n'était pas aussi bien diversifié que l'avait supposé le gouvernement norvégien, étant donné que les diverses catégories d'actif étaient exposées en grande partie aux mêmes facteurs de risque. L'une des recommandations formulées par les enquêteurs envisageait la création d'un processus de répartition de l'actif fondé sur le risque.

Processus d'examen des facteurs de risque

Un processus éventuel d'examen de la répartition de l'actif du point de vue des facteurs de risque est illustré ci-dessous, dans le *graphique 5*.

Graphique 5 – Processus d'examen des facteurs de risque



La première étape consiste à déceler un ensemble de facteurs de risque sous-jacents pertinents, puis à évaluer dans quelle mesure les diverses catégories d'actif y sont exposées. La tolérance au risque d'un investisseur l'aidera à déterminer la répartition appropriée des divers facteurs de risque et à trouver un portefeuille capable d'atteindre le résultat souhaité.

Bien qu'il n'existe aucun groupe standard de facteurs de risque, ceux qui sont résumés dans le *tableau 1* sont généralement pris en compte.

Tableau 1 – Description des facteurs de risque

Facteur	Description
Économie	<ul style="list-style-type: none"> • Prime à la croissance économique • Incidence défavorable d'un ralentissement
Crédit	<ul style="list-style-type: none"> • Prime pour les prêts aux entreprises • Risque de décote ou de défaut de paiement
Inflation	<ul style="list-style-type: none"> • Prime pour supporter le risque d'inflation • Risque d'un impact défavorable de la valeur réelle
Politique	<ul style="list-style-type: none"> • Prime pour supporter le risque politique • Risque causé par l'instabilité politique
Taux réels	<ul style="list-style-type: none"> • Prime liée à la valeur temporelle de l'argent • Risque d'un pouvoir d'achat moindre avec l'encaissement des flux de trésorerie
Liquidité	<ul style="list-style-type: none"> • Prime pour immobiliser les placements • Risque de ne pas pouvoir liquider les placements à l'occasion

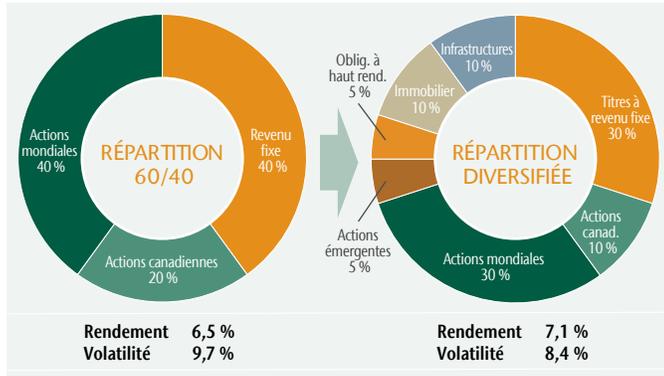
Les facteurs de risque influent de manière différente sur les diverses catégories d'actif. Par exemple, le plus gros impact sur les obligations de sociétés vient des taux réels, alors que le principal facteur de risque pour les actions canadiennes est de nature économique.

L'analyse fondée sur le risque peut servir de complément à la méthode de répartition du capital lorsqu'on évalue les éventuelles répartitions de l'actif en migrant vers une répartition plus diversifiée.

Beaucoup de grands investisseurs se sont éloignés de la répartition de l'actif classique composée à 60 % d'actions et à 40 % de titres à revenu fixe afin d'inclure d'autres catégories d'actif et d'obtenir ainsi une diversification plus poussée, comme le montre le *graphique 6*.

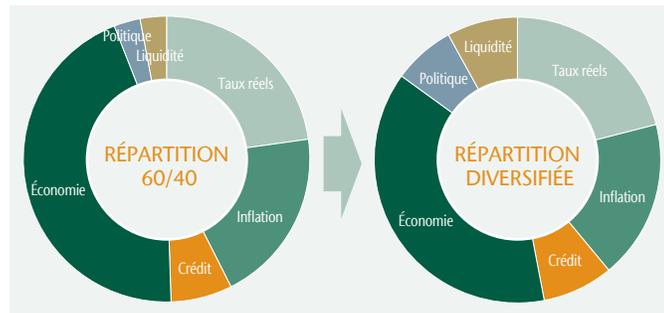
¹ Andrew Ang, professeur de gestion à la Columbia Business School; William N. Goetzmann, professeur de finance à l'Université Yale; et Stephen M. Schaefer, professeur de finance à la London Business School

Graphique 6 – Transition vers une répartition plus diversifiée



Les prévisions de risque et de rendement se sont généralement améliorées grâce à une répartition plus diversifiée, et les six facteurs de risque sont également mieux répartis. Toutefois, les risques économiques demeurent élevés (graphique 7).

Graphique 7 – Perspectives des facteurs de risque



Résoudre le casse-tête

La décision la plus importante pour les investisseurs est de déterminer la répartition stratégique de l'actif. Cependant, c'est aussi le processus le plus exigeant, en partie parce que le risque est difficile à comprendre lorsqu'on le définit simplement comme la volatilité des rendements ou le niveau de financement. Élargir l'évaluation du risque lié à la répartition de l'actif de manière à y inclure des facteurs de risque aidera les comités à mieux comprendre les risques sous-jacents. Voilà qui pourra contribuer à déterminer la répartition stratégique de l'actif plus rapidement et avec une plus grande assurance de réussite.

Pour en savoir plus sur l'intégration des facteurs de risque dans une stratégie de répartition de l'actif, communiquez avec :

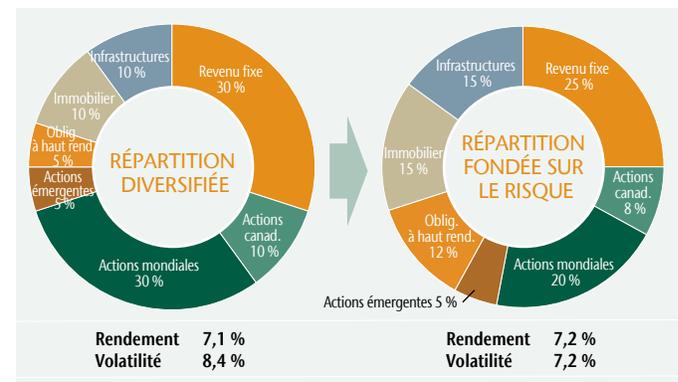
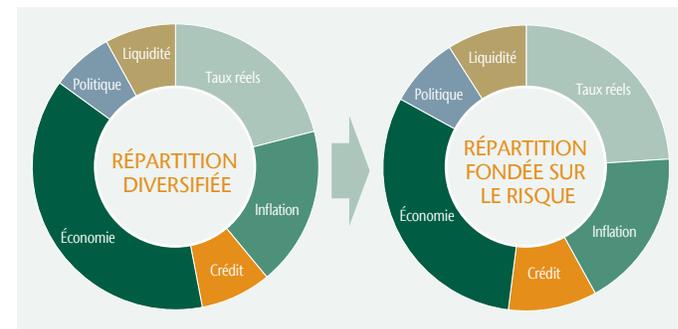
Peter Muldowney

Vice-président principal, Groupe financier Connor, Clark & Lunn
 pmuldowney@cclgroup.com | 1-416-304-6810



Du point de vue des facteurs de risque, la solution pour un portefeuille qui vise à réduire davantage le risque économique peut également améliorer les prévisions de risque et de rendement traditionnelles, comme le montre le graphique 8. On obtient un risque économique moindre en accordant plus de poids aux catégories d'actif qui sont peu ou moins exposées à l'économie, comparativement aux placements en actions, comme l'immobilier, les infrastructures et les obligations à rendement élevé.

Graphique 8 – Une approche fondée sur le risque



L'initiative du Groupe financier Connor, Clark & Lunn, Échange stratégique a pour but de promouvoir le dialogue, la compréhension et l'élaboration de solutions aux problèmes de placement souvent complexes que rencontrent les investisseurs institutionnels.

Sous la direction de Peter Muldowney, vice-président principal, Stratégie institutionnelle, nous rassemblons investisseurs et consultants dans le cadre de divers forums d'information interactifs. Nous publions aussi des documents de réflexion sur des sujets qui intéressent au plus haut point les responsables de la gestion et de la surveillance d'ensembles d'actifs variés.