

Structuration de portefeuille

Mise en place de la stratégie de placement

La structuration du portefeuille d'une caisse de pensions est presque aussi importante que la définition de la stratégie de placement. Cette seconde étape du processus de placement précède la sélection des gérants de fortune et est idéalement effectuée une fois la nouvelle stratégie de placement définie à l'aide d'une étude de congruence actifs/passifs.

Aujourd'hui, la plupart des caisses de pensions définissent la stratégie d'investissement de leur portefeuille à l'aide d'une étude de congruence actifs/passifs. Elles y investissent beaucoup de temps et d'énergie pour sélectionner le spécialiste qui conduira l'analyse, pour définir les hypothèses utilisées et analysent généralement un grand nombre de stratégies potentielles afin de trouver celle qui correspondra le mieux à leurs objectifs, leur tolérance au risque et leur philosophie d'investissement. Cette première étape du processus d'investissement est cruciale et concentre, à raison, les efforts du conseil de fondation. Il est du reste inutile de rappeler les nombreuses études qui montrent que l'allocation stratégique est responsable d'une grande partie, si ce n'est de l'entier, de la performance réalisée.

La mise en œuvre de la stratégie ou structuration du portefeuille consiste à définir les grands principes de gestion du futur portefeuille. Dans cette seconde étape du processus de placement, le conseil de fondation s'attachera à définir, en fonction des caractéristiques de la caisse et de la philosophie d'investissement de ses membres, le type de gestion et de compétences qu'il recherchera lors de la sélection des gérants de fortune externes. Les choix effectués lors de la mise en œuvre de la stratégie ne sont pas uniquement d'ordre philosophique. Ils auront

un grand effet sur le risque total du portefeuille et pourront, selon les cas, accroître fortement le risque initial de la stratégie d'investissement.

La structuration des placements implique de répondre à un grand nombre de questions notamment d'identifier le nombre optimal de fonds ainsi que le type de véhicules d'investissement à utiliser mais aussi à estimer les coûts de chaque structure potentielle. Toutefois, nous nous concentrerons, dans cet article, sur deux éléments fondamentaux que sont le type de gestion et la politique de rebalancement. En effet, par ces deux décisions, le conseil de fondation peut introduire deux sources de risques (et d'opportunités) supplémentaires en addition au risque de marché défini lors de l'étude de congruence actifs/passifs.

Gestion «passive-passive»

La manière la plus simple et la moins risquée de mettre en place la stratégie d'investissement définie est de gérer le portefeuille passivement et de convenir d'un rebalancement mécanique en fin de mois, de trimestre ou dès qu'une des limites tactiques est atteinte. Ce type de structure que nous nommerons gestion «passive-passive» sera privilégié par les

conseils de fondations qui sont convaincus que les marchés sont efficaces et qu'il est dès lors impossible de battre le marché, soit par une qualité de sélection de titres supérieure à la moyenne soit par un

En bref

- > La structuration du portefeuille d'une caisse de pensions est presque aussi importante que la définition de la stratégie de placement
- > Il est important que l'organe suprême développe, avec prudence et après une analyse approfondie, la structure de son portefeuille en considérant l'entier du portefeuille et non une partie
- > Il ne devra pas hésiter à remettre en question la structure actuelle de son portefeuille

repositionnement tactique des classes d'actifs par rapport à la stratégie. Ce type de structures de portefeuille est peu coûteux puisque l'objectif est de s'exposer aux marchés à travers des véhicules de placements indiciaires, par exemple, sous la forme de fonds institutionnels. De plus, il

Auteur

Pascal Frei
CFA, Senior Consultant,
PPCmetrics AG



Graphique 1: Structuration de portefeuilles

Style	Passif	Actif
Niveau		
Portefeuille global	Rééquilibrage automatique	Allocation tactique des actifs des actifs
Mandats individuels	Indexation	Sélection des titres, secteurs rotation

Source: PPCmetrics

permet d'allouer optimalement le budget de risque déterminé lors de l'étude de congruence actifs/passifs puisque aucun risque actif supplémentaire n'est introduit dans le portefeuille. Par contre, il conviendra d'avoir défini avec soin la taille des marges tactiques optimales ainsi que la périodicité du rebalancement en fonction du budget de risque disponible.

Quête de l'alpha

Si le conseil de fondation souhaite prendre des risques supplémentaires afin d'ajouter de la performance, il a le choix entre deux types d'alpha; celui provenant de la gestion active à l'intérieur d'une classe d'actifs et celui résultant de la gestion tactique entre les classes d'actifs. Quelque soit le type d'alpha recherché, l'organe suprême devra être conscient que, par ses choix, il remet en question l'idée d'efficacité des marchés ou du moins doute que cette hypothèse se vérifie à court terme. De plus l'introduction d'une gestion active tant au niveau tactique qu'au niveau des classes d'actifs implique la mise en place d'un processus rigoureux de sélection et de suivi des gérants externes.

Gestion «active-passive»

L'introduction d'alpha dans le portefeuille offre trois nouveaux types de structures. La gestion «active-passive» utilise toujours des fonds indicés pour l'exposition du portefeuille aux classes d'actifs présentes dans la stratégie mais recourt à une allocation tactique des classes d'actifs par rapport à la stratégie définie en fonction des perspectives d'investissement offertes par les marchés. Par cette

approche, le conseil de fondation reconnaît la difficulté pour un gérant actif de battre son indice de référence sur un marché donné mais souhaite profiter des grands déséquilibres macroéconomiques. Comme pour la solution «passive-passive», il conviendra de définir avec précaution la largeur des limites tactiques afin de ne pas accroître déraisonnablement le risque total du portefeuille. La seconde décision concernera le choix du responsable de la gestion tactique. L'organe suprême devra déterminer s'il délègue cette gestion à un gérant externe spécialisé dans la gestion tactique ou s'il charge le comité de placement de cette tâche de gestion. Il est clair qu'une gestion active de l'allocation tactique à l'interne devra reposer sur des processus clairement définis et que la valeur ajoutée des décisions tactiques devra être évaluée régulièrement.

Gestion «passive-active»

Le second type de structure recourant à la gestion active consiste à gérer passivement l'allocation d'actifs tout en recourant à des gérants actifs pour chaque classe d'actifs (gestion «passive-active»). Cette approche sera promue par les caisses pensant pouvoir identifier des gérants avec des compétences de sélection de titres supérieures à la moyenne mais qui reconnaissent qu'elles n'ont ni le temps, ni les compétences à l'interne pour gérer activement l'allocation tactique de leur portefeuille. Toutefois, il convient de reconnaître que cette solution n'est, en pratique, que peu utilisée puisque peu de caisses de pensions recourant à des gérants actifs au niveau des classes d'actifs appliquent une réallocation systématique

et mécanique de leur portefeuille sur la stratégie en raison des coûts directs (coûts de transaction, frais d'entrée et de sortie d'un fonds) et indirects (temps nécessaire pour rebalancer le portefeuille).

Gestion «active-active»

Enfin, le troisième type de structure possible recourt à la forme traditionnelle des mandats balancés qui applique une gestion active au niveau des classes d'actifs et au niveau de l'allocation d'actifs. Cette structure peut aussi être mise en place en utilisant des mandats ou des fonds spécialisés pour la gestion des classes d'actifs et en déléguant l'allocation tactique à un gérant externe spécialisé. L'organe suprême qui choisit cette variante «active-active» devra être conscient que le budget de risque nécessaire à la mise en place d'une telle structure est très supérieur à celui défini lors de l'allocation d'actifs en raison des risques additionnels liés à la gestion active.

Multiplicité des structures

Les structures décrites ci-dessus ne sont pas uniques. L'approche core-satellite visant à mélanger des gérants actifs et passifs selon différentes proportions offre une multitude d'autres structures possibles. Le juste équilibre entre ces deux styles de gestion dépendra de la taille du portefeuille de la caisse de pensions, de sa philosophie d'investissement et des frais de gestion qu'elle est prête à supporter. De plus, chacune des quatre structures proposées pourra être mise en œuvre à l'aide de mandats balancés ou spécialisés et par l'attribution de mandats de gestion ou par la sélection de fonds de placement institutionnels. Ce choix dépendra aussi des caractéristiques propres de chaque caisse.

Devant la multitude de décisions, il est important que l'organe suprême développe, avec prudence et après une analyse approfondie, la structure de son portefeuille en considérant l'entier du portefeuille et non une partie. Il ne devra pas hésiter à remettre en question la structure actuelle de son portefeuille et à la reconsidérer avec un œil critique et sous différents angles. L'inverse risquerait de mener à la définition d'une structure inefficace, lourde, coûteuse et difficile à contrôler. ■