



P

présentation de PPCmetrics SA

Séminaire Wegelin

Quelle gestion tactique de l'allocation d'actifs?

PPCmetrics SA

Pascal Frei, CFA, Associé

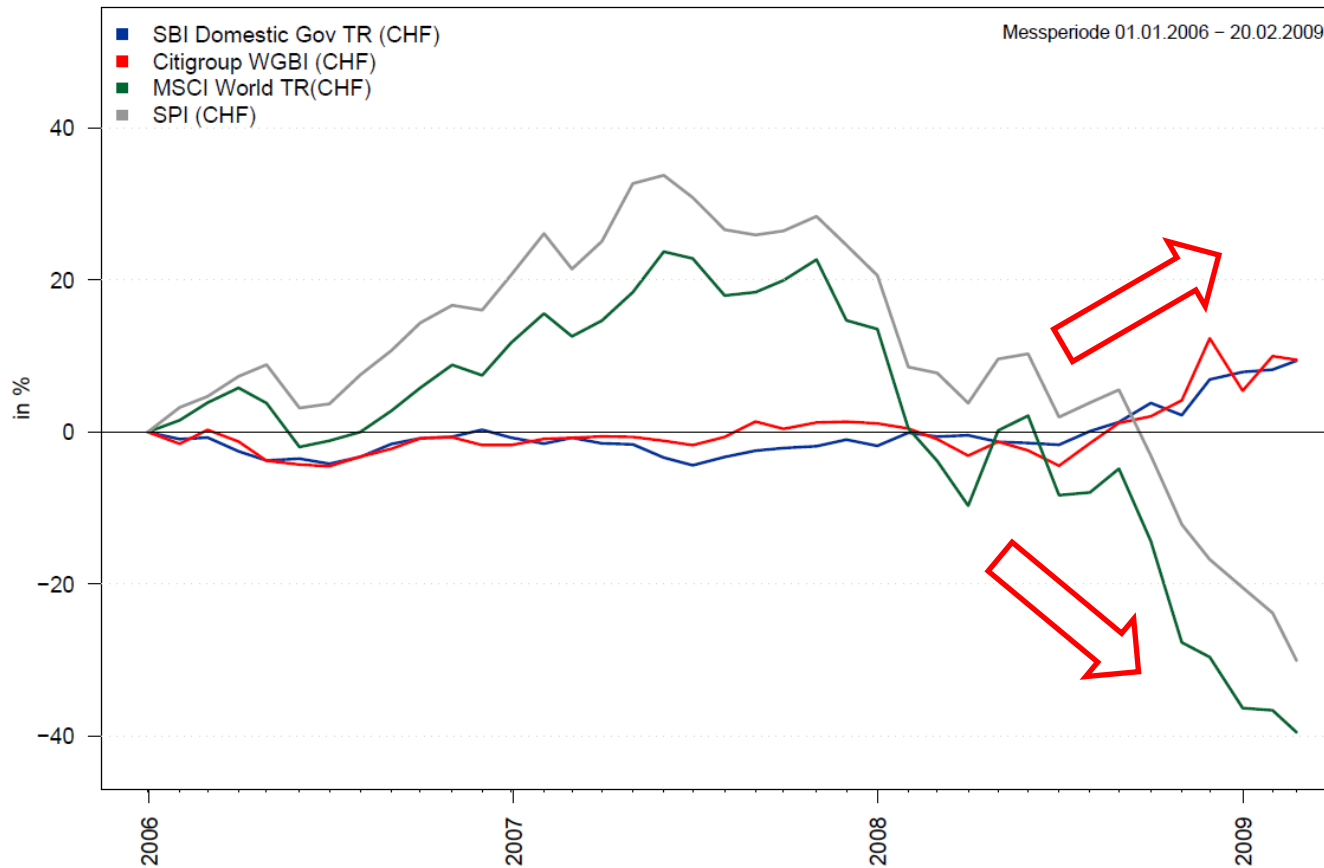
Lausanne, le 11 octobre 2011

Introduction (2) : effet de la diversification

AKS Chartbook – 5 – Traditionelle Anlagen

SUMMARY

kumulierte Renditen



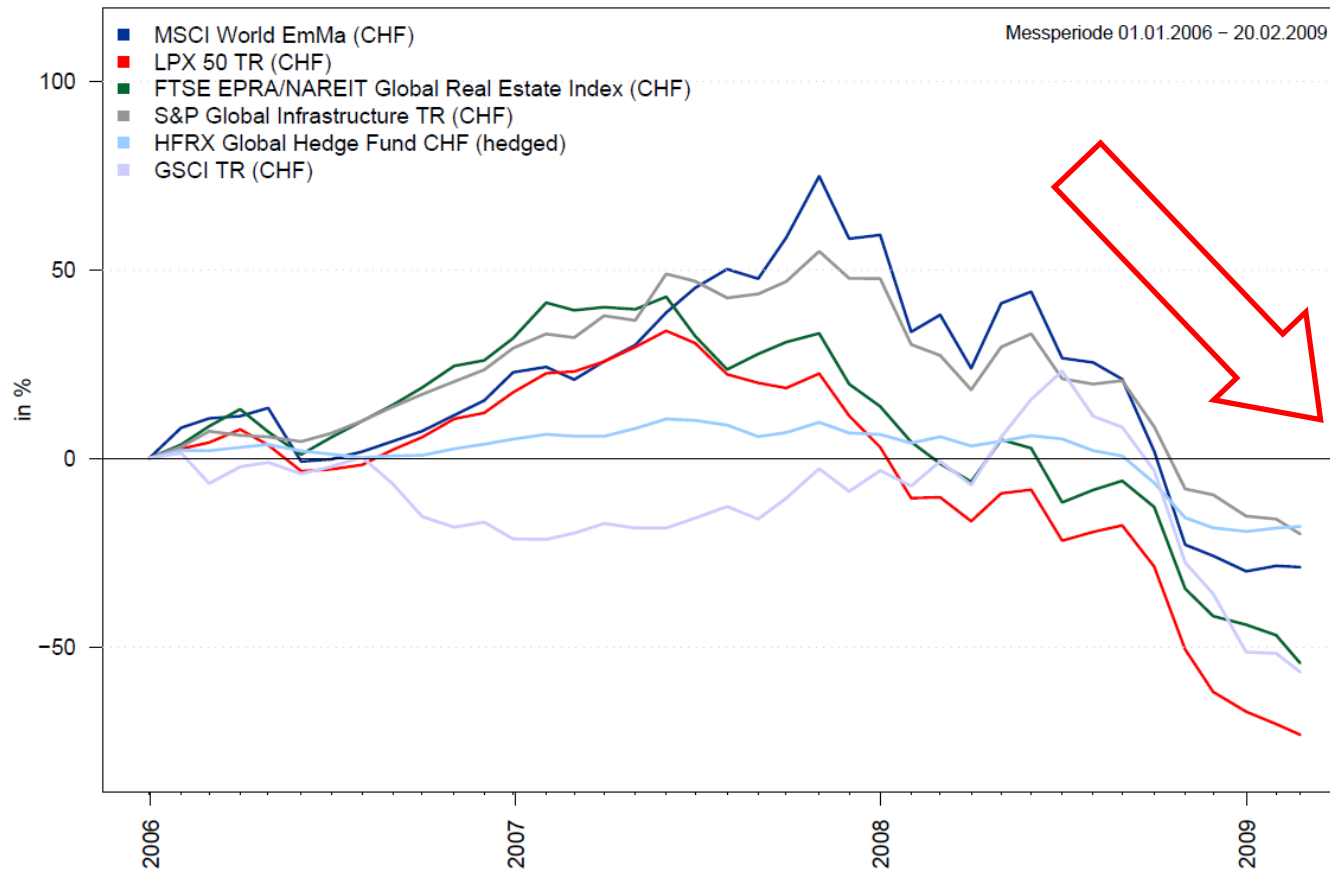
© PPCmetrics AG / 23.02.2009 / OK/TS / Quelle: Bloomberg

Introduction (3) : Excès de diversification

AKS Chartbook – 6 – Alternative Anlagen

SUMMARY

kumulierte Renditen



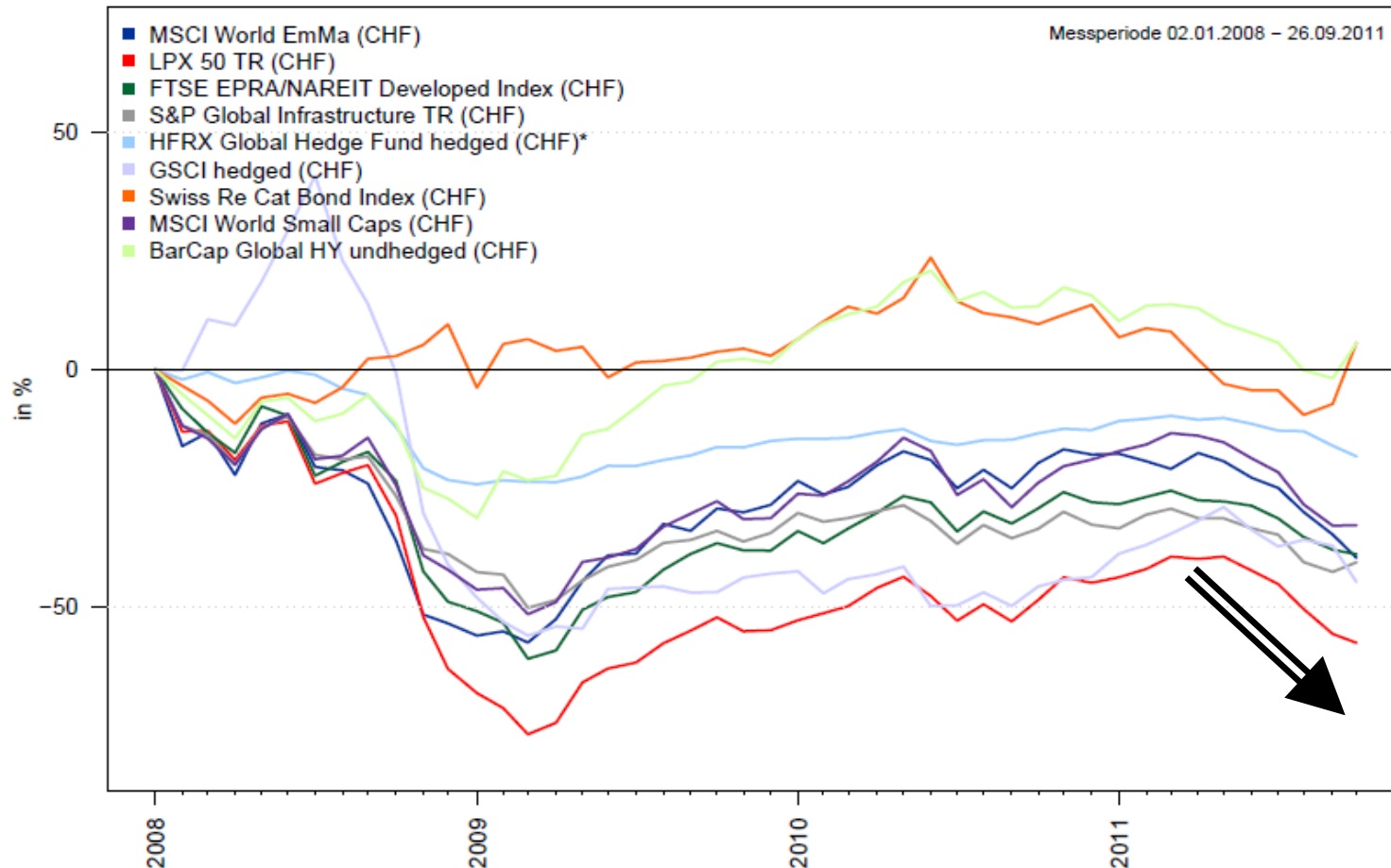
© PPCmetrics AG / 23.02.2009 / OK/TS / Quelle: Bloomberg

Introduction (4) : ... qui se répète en 2010 et 2011

8 – Alternative Anlagen

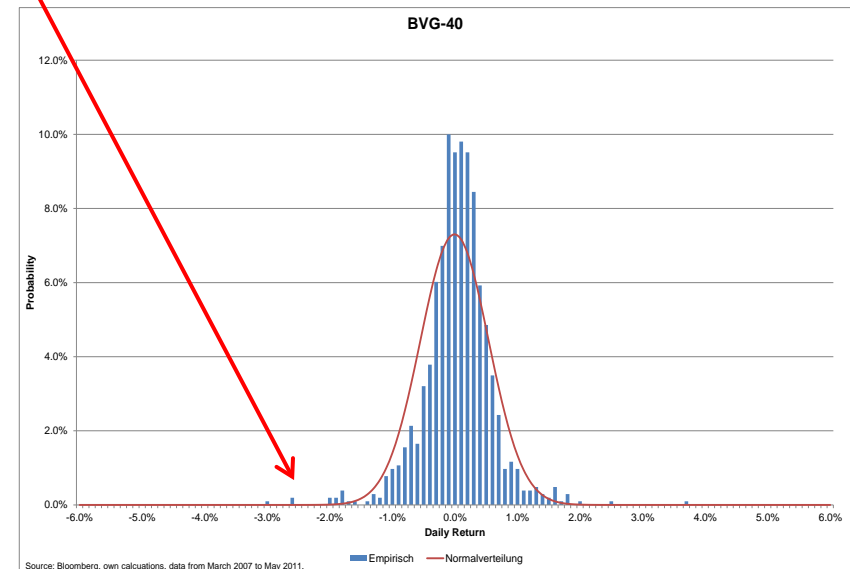
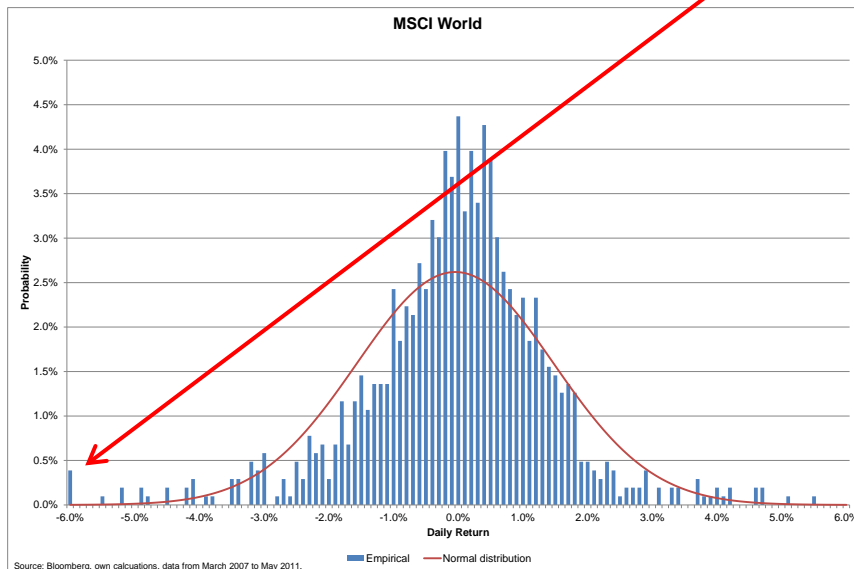
SUMMARY

kumulierte Renditen



Introduction (6) : Diversification et risque extrêmes

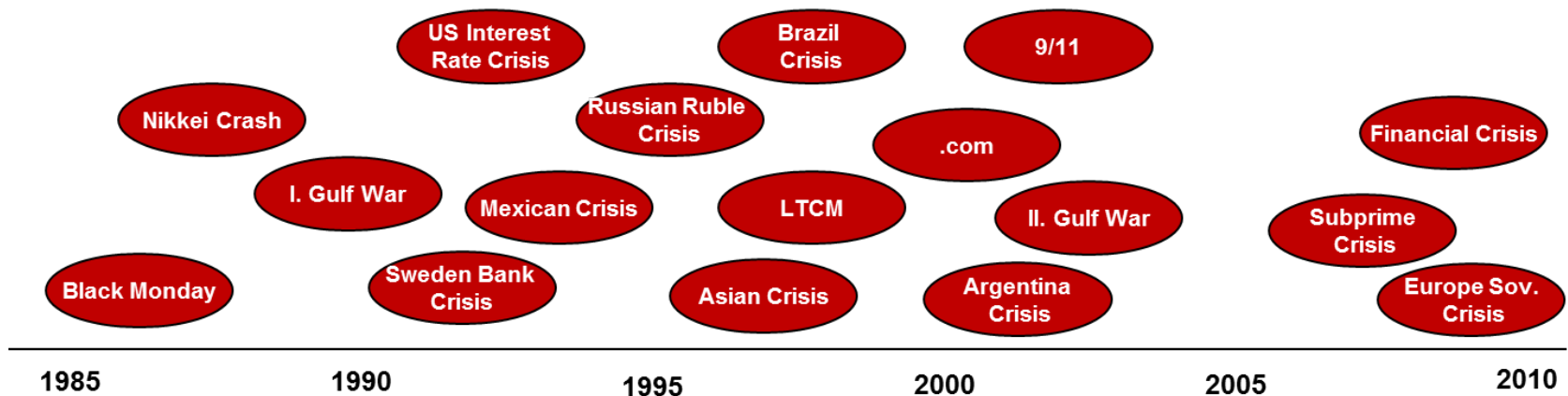
- Grâce à la diversification, les risques extrêmes (fat tails) sont plus faibles.



- ▶ **La définition de la stratégie et sa mise en place sont les éléments déterminants dans le niveau de risque futur supporté par l'investisseur.**

Introduction (7)

- Les marchés financiers ont toujours présenté des risques. Toutefois ces risques semblent se matérialiser plus fréquemment et deviennent de plus en plus globaux en raison de la mondialisation de l'économie.



- ▶ **Les portefeuilles peuvent dévier fortement de leur allocation stratégique. Le choix de la méthode de rebalancement revêt donc une importance considérable.**

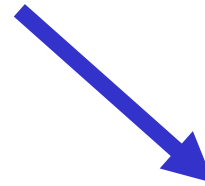
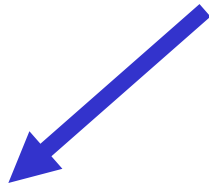
Introduction (8) : Décisions de gestion passive et active

Style \ Niveau	Passif	Actif
Portefeuille	Rebalancement mécanique	Allocation tactique des actifs
Mandat individuel	Indexation	Sélection de titres

- **L'allocation d'actifs stratégique (SAA)** d'une caisse de pensions est généralement définie à l'aide d'une étude CAP et valable plusieurs années.
- **L'allocation tactique des actifs (TAA)** s'effectue généralement à l'intérieur des bornes définies autour de l'allocation stratégique du portefeuille.
- La **gestion active de l'allocation d'actifs** ou active TAA se base sur des anticipations alors....
-qu'une **gestion passive ou mécanique de l'allocation des actifs** réagit à des changements intervenus dans le passé.

- Les investisseurs institutionnels peuvent poursuivre différents objectifs dans la conduite de l'allocation de leur portefeuille.
- Quelques exemples d'objectifs :
 1. Réduction du risque actif (réduction de la tracking error),
 2. Accroissement de la performance (réalisation d'un rendement net ajusté au risque supérieur à celui de la stratégie),
 3. Réduction du risque absolu (réduction de la volatilité du portefeuille).
- Pour chaque objectif, une procédure de rebalancement particulière devra être mise en place.

Choix d'une caisse de pensions



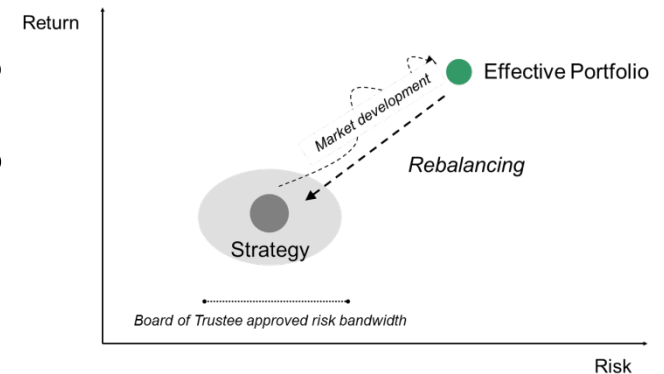
Buy-and-Hold

Active TAA

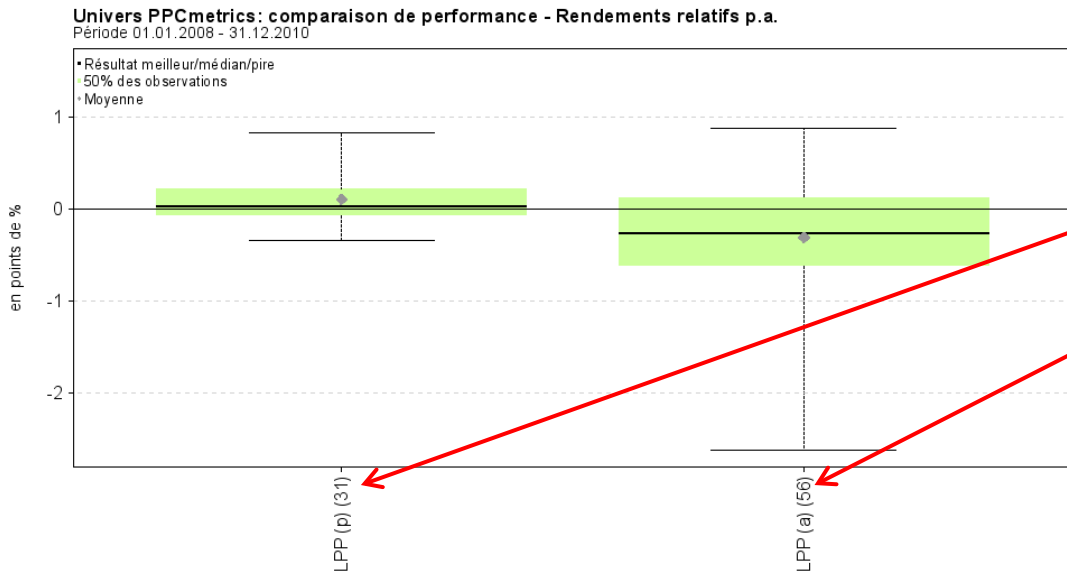
Rebalancement
mécanique



1. A l'interne ou à l'externe ?
2. Quelle base de décision ?
3. Quel objectif ?
4. Coûts ?



Exemple d'approches actives



- Performances relatives de mandats balancés :
 - Mandats balancés passifs sans TAA active (N=31)
 - Mandats balancés actifs avec TAA active (N=56)
 - Durée : 3 ans
 - Source : PPCmetrics Controlling Database

- En moyenne, les mandats balancés avec une allocation tactique active n'ont pas de meilleurs résultats que les mandats balancés passifs.
- Seuls 25% des gérants réussissent à ajouter de la valeur.

- Approches mécaniques :

- **Rebalancement périodique**

- Le portefeuille est rabalancé à une fréquence prédéterminée (fin de mois, trimestre etc.)

- **Rebalancement selon limites tactiques**

- Le portefeuille est rebalancé quand le portefeuille touche une limite tactique.

- **Buy-and-Hold** (pas de rebalancement)

- **CPPI** (constant proportion portfolio insurance)

- Rebalancement selon une formule : accroissement (diminution) de la proportion d'actions quand la valeur du portefeuille augmente (diminue).

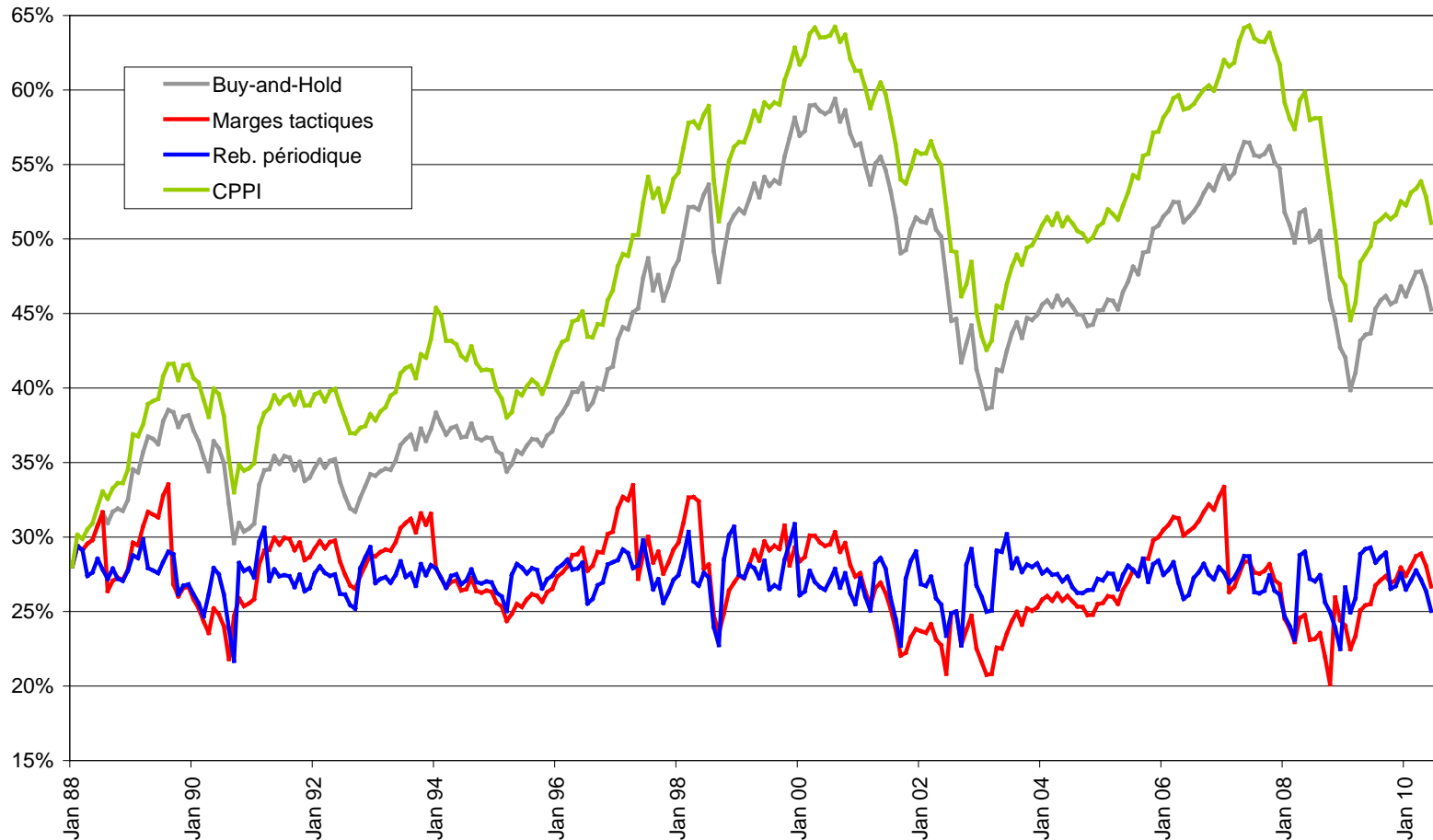
anticyclique

pro cyclique

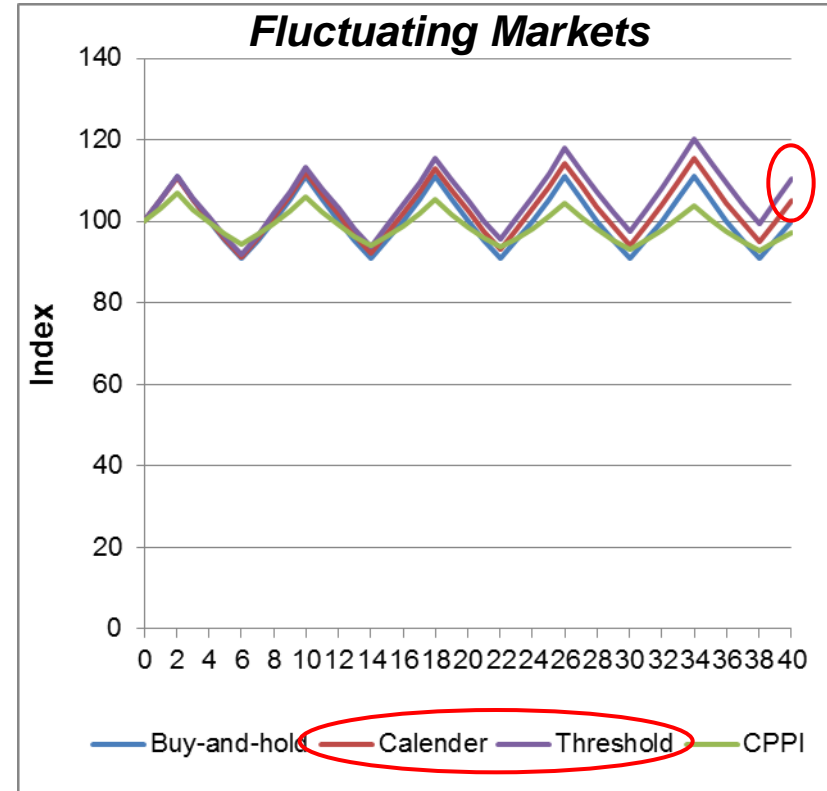
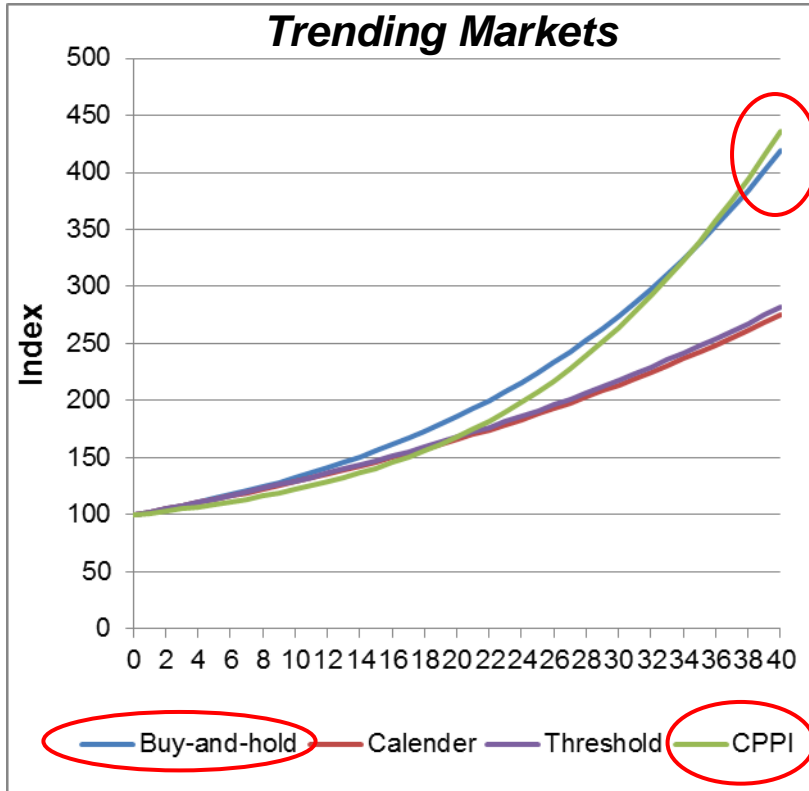
► **Les approches mécaniques se comportent différemment selon les conditions du marchés**

Approches mécaniques (2)

Proportion d'actions



Approches mécaniques (3)



- ▶ Les marchés de «trend» favorisent les approches procycliques
- ▶ Les approches anticycliques sont meilleures dans les marchés volatils.

- Il existe différentes approches dans la gestion dynamique de l'allocation d'actifs.
- Toutes ont des avantages et des inconvénients (risque, frais, performance).
- Théoriquement, différentes approches peuvent être défendues selon les caractéristiques de l'investisseur (p. ex. réserves).
- **Quels sont les enseignements tirés de la pratique ?**

Approches mécaniques (5)

- Exemple d'une caisse de pensions hollandaise avec la stratégie d'investissement à long terme suivante :

Asset class	Min	Strategy	Max
Dutch Bonds	0.0%	3.0%	6.0%
Global Bonds	57.0%	60.0%	63.0%
Dutch Equities	0.0%	3.0%	6.0%
Global Equities	21.0%	24.0%	27.0%
Real Estate	7.0%	10.0%	13.0%

Source : Prof. A. Clare, The Investors Journal, March 2010

- Frais de transaction estimés :

Asset class	Costs
Dutch Bonds	0.5%
Global Bonds	0.5%
Dutch Equities	0.4%
Global Equities	0.4%
Real Estate	1.0%

- **Perspective historique** : Quelle aurait été la meilleure stratégie de rebalancement depuis 1986 ?
- Les données proviennent de Bloomberg et de la De Nederlandsche Bank (DNB)
 - Risk-free Rate (1 Month AIBOR)
 - Dutch Bonds (JPM GBI Netherlands)
 - Global Bonds (JPM GBI)
 - Dutch Equity (AEX Index)
 - Global Equity (MSCI World)
 - Real Estate (FTSE NAREIT US Real Estate)
- Nous avons effectué les calculs de performance, volatilité, sharpe ratio, tracking error, ainsi que les coûts de transaction.

- Résultats de l'analyse historique (1986 - 2010):

Jan 1986 - Dec 2010	Return p.a.	Volatility p.a.	Sharpe ratio p.a.	Tracking Error p.a.	Transaction costs p.a.
Strategy	6.58%	7.79%	0.69	n.a.	n.a.
Buy-and-Hold	6.16%	8.48%	0.59	1.61%	n.a.
CPPI	5.92%	8.81%	0.54	8.81%	0.11%
Quarterly	6.72%	7.78%	0.71	0.24%	0.08%
Monthly	6.58%	7.79%	0.69	0.00%	0.13%
Threshold	6.73%	7.81%	0.71	0.28%	0.06%

procyclique

anticyclique

- ▶ Il y a une «prime» pour les approches de rebalancements anticycliques.
- ▶ Les IP sont des investisseurs à long terme qui peuvent poursuivre une approche anticyclique.
- ▶ De plus, l'évolution des marchés durant cette dernière décennie a favorisé l'approche anticyclique.

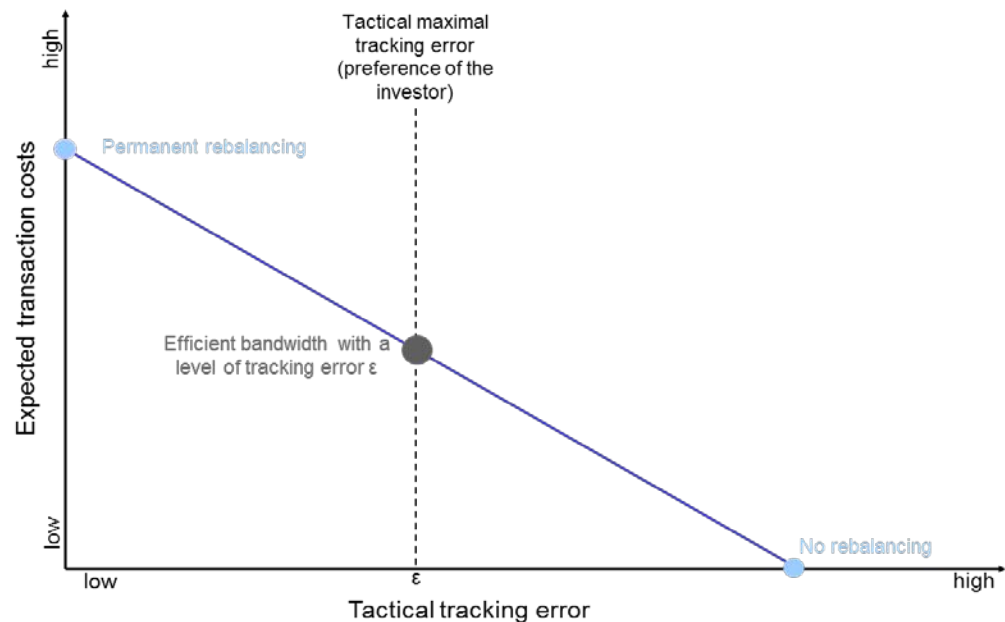
- ▶ L'analyse historique montre que les **approches anticycliques** permettent d'atteindre les **meilleurs résultats nets de frais** de transactions.
- ▶ Si vous ne disposez pas de la «**boule de crystal**», une approche **mécanique et anticyclique** dans le rebalancement est probablement la meilleure approche.
- ▶ Ce n'est donc pas un hasard si de nombreuses caisses de pensions recourent à cette approche.
- ▶ Les investisseurs ayant un horizon de placement à long terme peuvent **gagner une prime** liée à la mise en place de rebalancement anticyclique.

Conclusions (2)

- Si l'approche d'un rebalancement selon les limites tactiques est choisie, il convient de questionner la largeur des limites autour de la pondération stratégique.

- Le dilemme suivant apparaît :

- minimiser les déviations de la stratégie (contrôle du risque actif) en choisissant des limites étroites,
- minimiser les frais de transaction en élargissant les limites tactiques.





Financial Consulting, Controlling & Research

PPCmetrics AG

Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch
www.ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA

23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-mail nyon@ppcmetrics.ch
www.ppcmetrics.ch