



# Les gérants s'adaptent à la fin de l'actif sans risque

Ils ont revu de fond en comble les méthodes de construction de portefeuilles pour satisfaire aux exigences de sécurité des investisseurs.

PAR XAVIER DIAZ

**L**es piliers traditionnels de l'allocation d'actifs sont ébranlés », lance Pascal Blanqué, directeur des gestions chez Amundi, tirant les leçons de la crise de l'été 2011. De fait, outre la difficulté à gérer des portefeuilles dans un environnement extrêmement volatil, les investisseurs ont dû s'adapter à un nouveau paradigme de marché. « Nous avons perdu nos repères car il n'y a plus d'actifs sans risque, explique Yves Maillot, respon-

sable de la gestion actions et diversifiés chez Robeco. L'actif sans risque - et par extrapolation le taux sans risque - est aux investisseurs ce que le degré zéro du thermomètre est aux météorologues. C'est la notion sur laquelle reposent la construction des portefeuilles et la valorisation des actifs. D'où le problème aujourd'hui puisque le thermomètre est cassé. » Les turbulences récentes des marchés n'ont épargné aucun segment. De quoi remettre en cause les fondements régissant la construction des portefeuilles depuis plus de vingt ans. « On

a vu des défauts en chaîne de structures notées 'AAA', certains émetteurs souverains n'ont plus accès au marché, des fonds monétaires ont dû suspendre les rachats, d'autres ont subi de fortes pertes tandis que des banques, même réputées systémiques, ont fait faillite », rappelle Olivier Neau, responsable des gestions chez Edrim. Surtout, les dettes souveraines ont perdu leur statut de valeur sans risque lors de la dégradation du « AAA » américain, puis avec l'aggravation de la crise de la zone euro. « Les tensions importantes sur

les 'spreads' ont provoqué des moins-values sur les dettes des pays périphériques, voire françaises, relate Bernard Aybran, directeur multigestion chez Invesco. Or les investisseurs attendent de ces actifs une certaine stabilité. »

La notion d'actif sans risque n'est pas totalement abandonnée pour autant. « L'orientation stratégique de nos portefeuilles est restée inchangée pour leur part gérée à moyen et long terme, indique Philippe Goubault, directeur financier du GIE Agirc-Arrco. Elle correspond à une répartition entre 70 % produits de taux et 30 % actions. Le sous-portefeuille taux est investi en emprunts d'Etat et d'entreprises de la catégorie investissement. La seule évolution est peut-être un poids du crédit plus important, car des sociétés peuvent être mieux notées que certains Etats. Mais la proportion des emprunts d'Etat, exclusivement de la zone euro, est encore proche de 50 % globalement. »

### Remise en cause de la corrélation

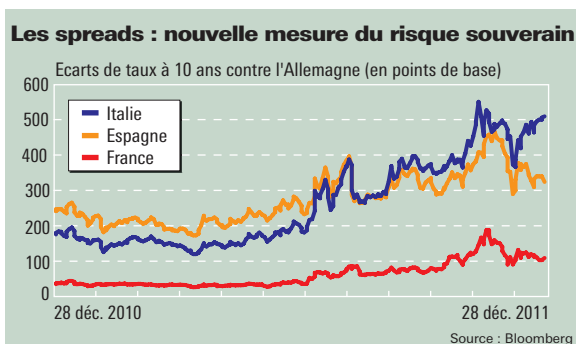
On s'aperçoit toutefois que la notion d'actif sans risque fait désormais l'objet d'une acception toute relative. « Elle va dépendre de la nature de l'opération et du profil de l'investisseur, selon Charles Bouffier, directeur général d'Egamo. Dans le cadre d'une société de gestion pour compte de tiers comme la nôtre, la préoccupation première va être l'objectif et l'intérêt du client. Pour un investisseur français, comme c'est le cas pour la plupart des mutuelles qui sont nos clientes, l'emprunt d'Etat

français reste l'actif sans risque naturel car le risque du passif est soumis à une problématique française. »

Mais y a-t-il jamais eu un actif vraiment sans risque ? « Le risque de perte en capital a toujours existé en raison du risque de taux, observe Etienne Gorgeon, directeur de la gestion taux et crédit chez Edrim. La nouveauté est qu'à ce risque s'ajoutent celui de crédit, lié à la probabilité de défaut, et celui de liquidité. Ce sont, aujourd'hui, les facteurs les plus importants pour un gérant. » Par ailleurs, certains intervenants se demandent si le risque n'est pas désormais dans la surévaluation de certaines dettes refuges ou même certaines devises comme l'euro.

Résultat de la généralisation des risques, la notion classique de corrélation est remise en cause. « Dans les périodes normales, il y a une corrélation qui peut être faible, voire négative, entre les différentes classes d'actifs, rappelle Adina Grigoriu, directrice générale de AAAIC, une société d'ingénierie financière. Ceux qui croient en la diversification comptent sur le fait que cette corrélation va rester constante et que donc, lorsque les actions baissent, les produits de taux vont progresser. Mais en temps de crise, la diversification ne joue plus car la plupart des actifs vont dans le même sens, c'est-à-dire à la baisse. »

Les portefeuilles diversifiés ne jouant plus leur rôle de pondération des risques, le besoin de flexibilité dans l'allocation d'actifs s'en trouve accru. « Auparavant,



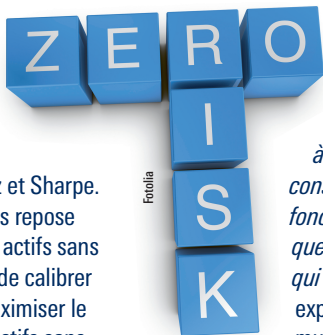
**« Aujourd'hui, le cœur du sujet est le risque de crédit associé à l'émetteur, y compris souverain »**

les investisseurs raisonnaient sur des allocations figées du type 60 % d'obligations, 35 % d'actions et 5 % d'alternatif, expose Frédéric Petiniot, directeur général d'Amadeis. Aujourd'hui, la forte volatilité des marchés les oblige à construire des portefeuilles beaucoup plus diversifiés et réactifs. Les portefeuilles obligataires ne sont plus uniquement constitués d'obligations de la zone euro, ils intègrent désormais des obligations d'entreprise, du 'high yield' et de la dette émergente. » Au-delà de la simple allocation d'actifs, les gérants doivent aussi reprendre leur casquette d'analyste pour mieux apprécier les risques associés à chaque titre obligataire. « En termes de construction de portefeuille, la référence reste l'obligation mais il est important de connaître les facteurs de risque qui sous-tendent ces actifs de référence, prévient Edouard Crestin-Billet, chez Mirabaud AM. Les investisseurs doivent se poser en permanence la question du risque, y compris sur les dettes publiques. Il n'y a plus d'a priori. Le risque est relatif. Il faut donc savoir d'où il vient et quels sont les facteurs qui l'influencent. » C'est un véritable retour aux fondamentaux qui amène les investisseurs à glisser d'une logique de retour sur le capital à celle de retour du capital. « Désormais, nous apprécions le risque attaché à chaque actif de manière plus explicite qu'au travers de la seule volatilité des titres, qui ne permet pas d'apprécier le risque de défaut, indique Alan Mudie, stratège chez UBP. Or aujourd'hui, le cœur du sujet est le risque de crédit associé à l'émetteur, y compris souverain. »

De fait, la dernière crise a remis au goût du jour certaines techniques de gestion mettant l'accent sur la gestion du risque plutôt que sur la performance, car cette dernière n'est plus le pivot de la

## Une notion centrale dans la théorie moderne du portefeuille

En quoi l'actif sans risque est-il si important pour les investisseurs ? C'est une des bases de la théorie moderne du portefeuille, à laquelle sont associés les noms des Nobel de l'économie Markowitz et Sharpe. La construction des portefeuilles repose sur une diversification entre les actifs sans risque et risqués. L'objectif est de calibrer au global les risques afin de maximiser le couple rendement/risque. Les actifs sans risque traditionnels sont le cash ou les emprunts d'Etat AAA puisque leur volatilité est en théorie faible mais avec pour corollaire de faibles



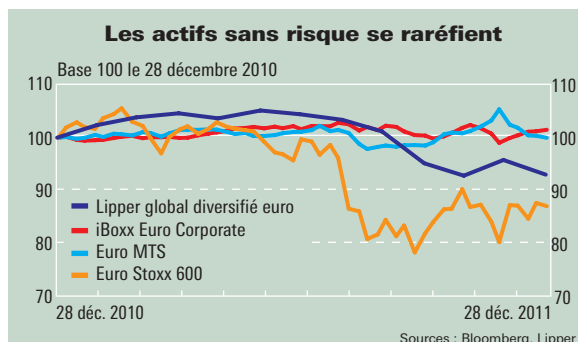
rendements. A l'opposé, l'actif risqué par excellence est l'action dont la volatilité est en moyenne de 20 % mais avec un rendement plus élevé. Ce qui a changé ? « La frontière efficiente, à partir de laquelle les investisseurs construisent leurs portefeuilles et qui est fonction de la dose d'actifs non risqués que l'on peut y inclure, s'est déplacée, ce qui complique la tâche des investisseurs », explique Bernard Aybran, directeur multigestion chez Invesco. La question des actifs sans risque recouvre aussi la problématique de la référence du taux sans risque qui va servir de base pour valoriser des actifs.

# Des processus de gestion de nouvelle génération

construction du portefeuille. Basée sur la prise en compte des contraintes de l'investisseur, l'approche *core-satellite* dynamique peut être une bonne réponse à la nouvelle donne. « Avec cette méthode, nous définissons et nous gérons un budget de risque, explique Adina Grigoriu. Le risque est redéfini pour chaque investisseur, en fonction de ses propres problématiques (par exemple, un niveau de 'draw-down' maximal - perte maximale, NDLR). Cette approche de gestion dynamique du risque provient des techniques d'assurances de portefeuille et introduit un concept souvent oublié, la marge de manœuvre de l'investisseur. » Il s'agit alors de prendre en considération, quand on alloue le risque de chaque classe d'actifs, les corrélations dynamiques, mais aussi cette marge de manœuvre à l'égard du risque.

## Créer de la valeur en absolu

Cet exercice a ses limites car quand les obligations constituent le cœur du portefeuille, la notion d'actif sans risque reste incontournable. « La partie cœur du portefeuille a pour objectif de préserver le capital, concède Yves Maillot. On utilise la dette souveraine car elle permet de le valoriser régulièrement. D'autant que cela permet de respecter les contraintes réglementaires des clients institutionnels. Aujourd'hui, 100 % des portefeuilles sont concentrés dans le 'core'. » A charge pour le gérant de faire le bon choix des actifs.



Peu d'actifs ont résisté à la baisse en 2011. Cette corrélation des actifs rend plus difficile la construction de portefeuille comme le montre l'indice Lipper des fonds diversifiés flexibles en zone euro.

## L'AVIS DE...

Philippe Aurain, directeur financier du Fonds de réserve pour les retraites



« La notion d'actif sans risque est relative à chaque passif »

### Pensez-vous que le risque associé aux dettes souveraines a évolué ?

Si l'on mesure le risque par la volatilité des taux, on constate que celle de l'OAT n'est pas plus élevée, aujourd'hui, que sa moyenne sur 20 ans. Sur longue période, la volatilité des taux des emprunts français a toujours été élevée. L'OAT n'a jamais été un actif totalement sans risque de ce point de vue. Cette volatilité traduisait le risque de taux associé aux emprunts d'Etat. En réalité, quand on dit qu'il n'y a plus d'actifs sans risque, on vise un risque particulier : le risque de crédit. La nouveauté avec les dettes souveraines de la zone euro est en effet la prise en compte du risque de défaut. Ce risque n'est pour le moment avéré que pour un seul Etat, la Grèce. Mais le marché, réévaluant les risques de défaut souverain, a considérablement augmenté le risque de crédit.

### Quelle peut être la conséquence de cette évolution pour un investisseur institutionnel comme le Fonds de réserve pour les retraites (FRR) ?

La notion d'actif sans risque est relative à chaque passif. Pour le FRR, il est légitime de penser que l'actif sans risque naturel est l'emprunt d'Etat français. Nous faisons en effet partie d'un tout : le système de financement de l'assurance retraite qui repose par construction sur la fiabilité de l'Etat. Lorsqu'il n'y a pas d'actif naturel, l'une des parades au questionnement des actifs sans

risque pourrait être de constituer des paniers d'actifs à faible risque. Les actifs refuges traditionnels que sont le *Bund* et les *Treasuries* ne sont pas exempts d'une certaine volatilité. Leur statut d'actif de réserve est fragile. Rien n'est immuable. La construction d'un panier à plus faible risque avec les obligations les plus solides permet de diversifier ces risques.

### L'inquiétude entourant les titres de dette de la zone euro, y compris français, vous a-t-elle incité à revoir votre stratégie d'investissement ?

Avant 2010, les contraintes de risque jouaient peu sur la définition de l'allocation globale car nous avions une logique d'investissement de très long terme. Mais depuis, le raccourcissement de notre horizon et l'avancement des premiers décaissements à partir de 2011 nous ont obligé à opter pour une politique d'investissement à la fois prudente et active. Nous avons remis à plat notre portefeuille. Nous l'avons scindé en deux : une poche de couverture et une de performance. Dans la poche de couverture, dont l'objectif est de couvrir 85 % du passif et qui représente 60 % de l'actif, nous sommes investis à moitié en OAT et le reste en crédit et obligations internationales. Nous étions donc déjà depuis 2010 dans une logique de panier avec ce type d'allocation. Pour optimiser le couple risque/rendement d'un actif de taux, nous avons opté pour une large diversification.

Les actions n'échappent pas aux effets de ce nouveau paradigme. Compte tenu de la disparition de cette référence, sur longue période, le gérant va devoir démontrer sa capacité à créer de la valeur, non plus à partir d'un *benchmark*, mais en absolu. « Pour capturer le potentiel de progression du marché, nous avons recours à des processus de gestion de nouvelle génération, confie Romain Boscher, responsable de la gestion action chez Amundi. Même si le marché est atone, le rendement va permettre de générer une performance positive. L'autre axe va être de jouer sur l'asymétrie des positions dans les portefeuilles. Pour cela, nous mettons en œuvre des stratégies de 'minimum

variance' et utilisons des indices intelligents ou des options sur actions. » Le *minimum variance* consiste à optimiser la pondération de chaque titre dans le portefeuille afin de minimiser sa volatilité associée. De même, les indices intelligents, ou *smart*, pondèrent le poids de chaque secteur non plus en fonction de sa présence dans les indices mais compte tenu de sa contribution au risque. L'objectif de ces stratégies est de limiter l'effet des baisses de marché et de profiter des hausses. « Même si le marché fait du surplace, le but est d'enregistrer un gain », souligne Romain Boscher. Aujourd'hui, une véritable quête du Graal pour les investisseurs. ■