



Tactical Asset Allocation (TAA) : utopie
ou valeur ajoutée ?

CONINCO MASTER CLASS
Novembre 2011

Tactical Asset Allocation (TAA) :
utopie ou valeur ajoutée ?

Par Edouard Crestin-Billet,
Chef stratéguiste de Mirabaud

- I. Nouveau paradigme : un monde bipolaire entre croissance et déflation
- II. Allocation : son fondement et ses objectifs
- III. Processus d'allocation : description et fonctionnement
- IV. Allocation dynamique des marchés
- V. Gestion asymétrique des risques de change
- VI. Mise en oeuvre
- VII. Conclusion

I. NOUVEAU PARADIGME



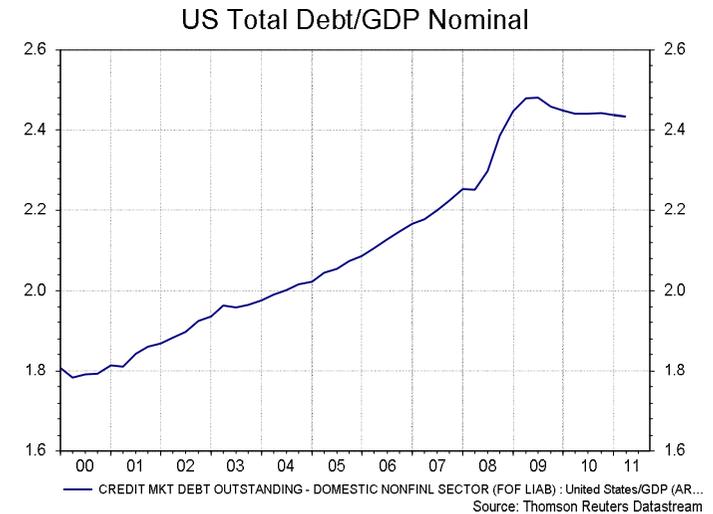
© MATSON
ST. LOUIS POST-DISPATCH
caglecartoons.com

STALLED

Un monde bipolaire entre déflation et expansion

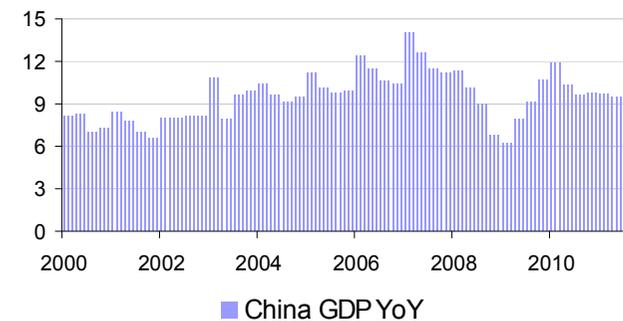
I. Les pays développés confrontés à la déflation :

Processus de désendettement du secteur privé et public



II. La zone émergente en expansion

Augmentation de la main-d'œuvre qualifiée et accroissement de la productivité



Latest	9.5	June 11	Previous	9.7	Mar. 11
		Expected	9.3		

Source: Bloomberg

Origine du nouveau paradigme

1. Adhésion de la Chine sans contrepartie monétaire
2. Abolition du Glass-Steagall Act (1933 – 1980)
3. Création de la zone Euro sans gouvernance économique
4. Réduction des impôts et absence de réduction budgétaire en période de haute conjoncture



— USD/Renminbi

Gross Government Debt Maastricht Criterion % of GDP	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Greece	99	100	106	105	111	127	143	153	155
Italy	104	106	107	104	106	116	119	121	121
Spain	46	43	40	36	40	53	60	68	69
Portugal	58	63	64	68	72	83	93	101	106
Ireland	30	27	25	25	44	66	96	114	119
France	65	66	64	64	68	78	82	85	88
Germany	66	68	68	65	66	74	83	84	83
Belgium	94	92	88	84	90	96	97	97	96
Netherlands	52	52	47	45	58	61	63	66	67

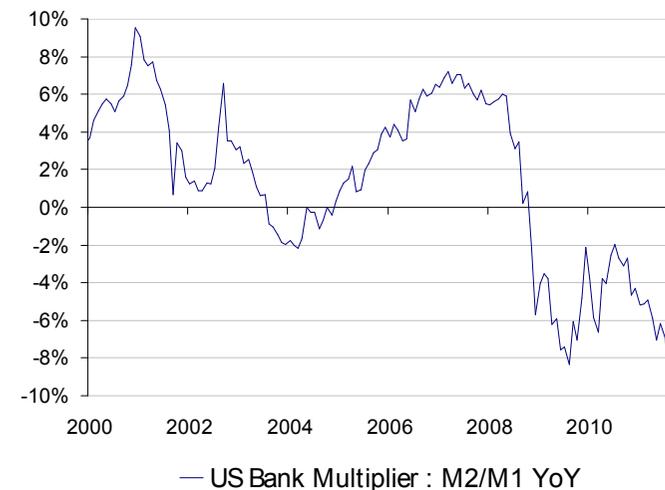
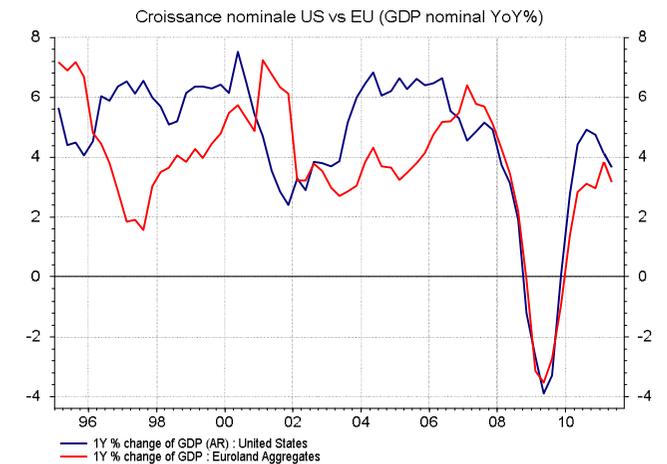
Conséquences économiques : influence accrue des économies émergentes sur la croissance mondiale

Pays développés :

- Réduction de la croissance nominale
- Dysfonctionnement des effets stabilisateurs exercés par les politiques économiques
- Diminution des déficits externes

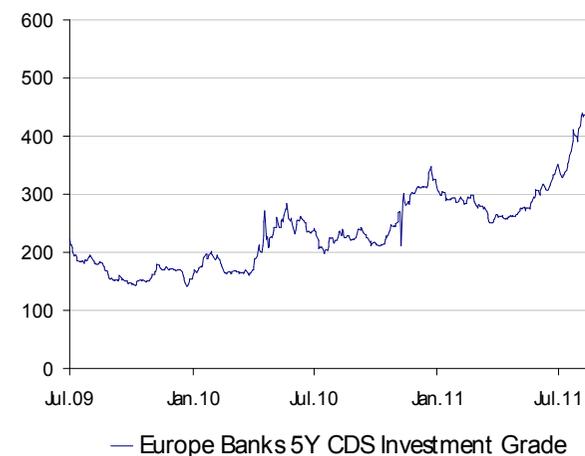
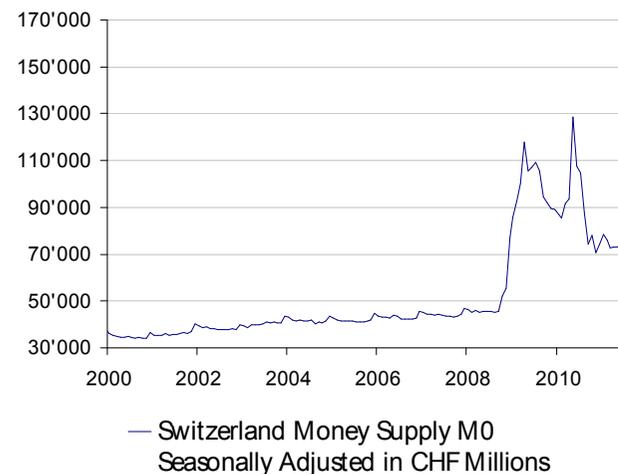
Zone émergente :

- Augmentation de la croissance par tête d'habitant et de la productivité
- Maintien de variations conjoncturelles importantes
- Expansion des demandes intérieures et réduction des excédents commerciaux



Conséquences financières : des mécanismes différents *Pays développés*

- Expansion monétaire et risque systémique élevés : récurrence des crises de liquidité et de solvabilité
- Influence des primes de risque sur les multiples : corrélation négative entre les actions et les obligations
- Incidence accrue de la croissance émergente et des taux de change sur les bénéfices des sociétés
- Sensibilité des devises aux bases monétaires et à la capacité des états à faire face à leurs engagements
- Baisse de la rentabilité des capitaux et maintien d'une volatilité élevée

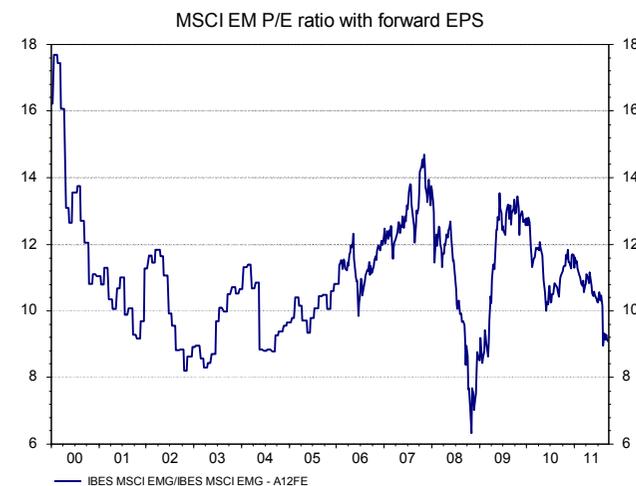


Conséquences financières : des mécanismes différents *Zone émergente*

- Réduction des primes de risque
- Appréciation des multiples et forte sensibilité aux politiques monétaires et budgétaires
- Amélioration des marges bénéficiaires
- Maintien d'une corrélation positive entre les actions et les obligations
- Hausse des taux de change
- Rendement élevé des capitaux dans un contexte de variations conjoncturelles importantes



— JP Morgan Emerging Bond Index Global Sovereign Spread



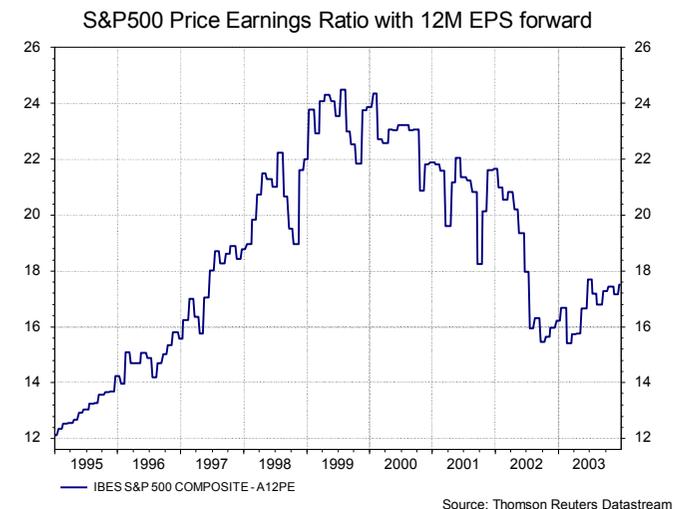
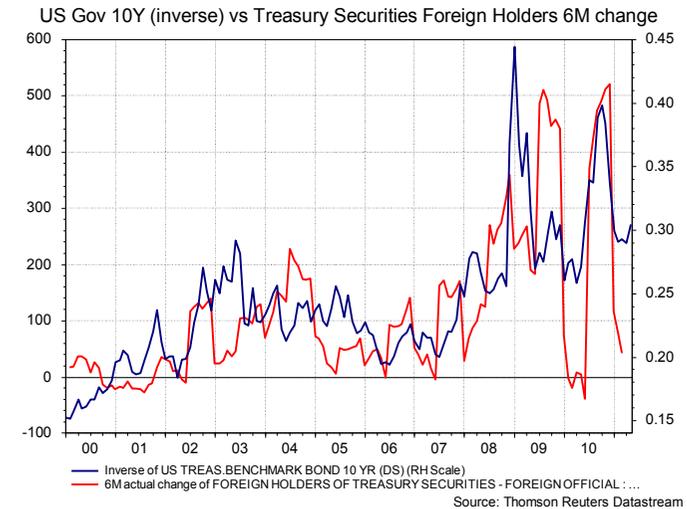
Source: Thomson Reuters Datastream

II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

Son fondement

a) *Distorsion sur le prix des actifs*

- Obligations : rendements maintenus artificiellement bas par des politiques monétaires trop expansives ou des interventions de banques centrales étrangères
- Actions : variations conjoncturelles excessives des multiples (monétaires) et des bénéfices (réels)
- Devises : distorsions permanentes engendrées par les déséquilibres externes et le soutien apporté par les banques centrales émergentes

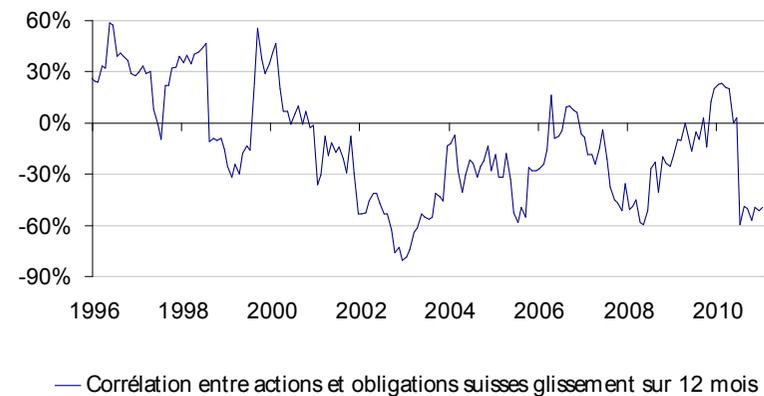
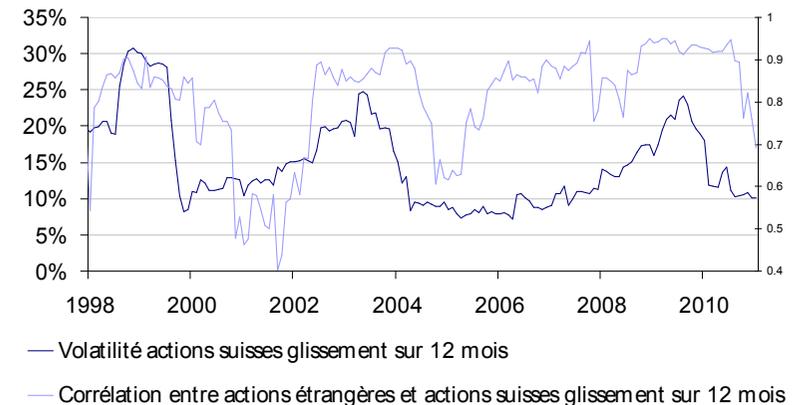


II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

Son fondement

b) *Instabilité des corrélations*

- Augmentation des indices de covariance en période de hausse de volatilité
- Changement d'orientation des corrélations : corrélations négatives entre les actions et les obligations pour les pays développés, mais positives pour la zone émergente
- Accroissement du degré de diversification entre les grandes capitalisations boursières et les petites et moyennes valeurs (marché suisse)

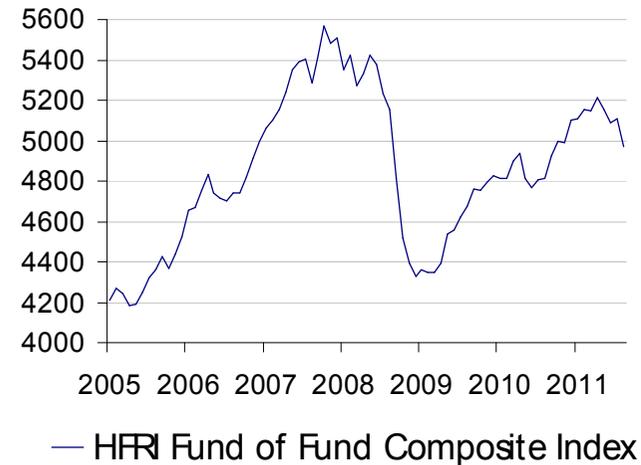


II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

Son fondement

c) *Sous-estimation des risques*

- Mesures inadéquates des risques extrêmes
- Omission de certains risques : effets de levier trop importants, liquidité insuffisante, sous-estimation des risques de change
- Augmentation des corrélations en période de baisse de marché
- Inadéquation des systèmes de gestion: « la gestion des rendements absolus est un leurre, ils sont déterminés par le profil de risque du client et l'évolution des marchés »

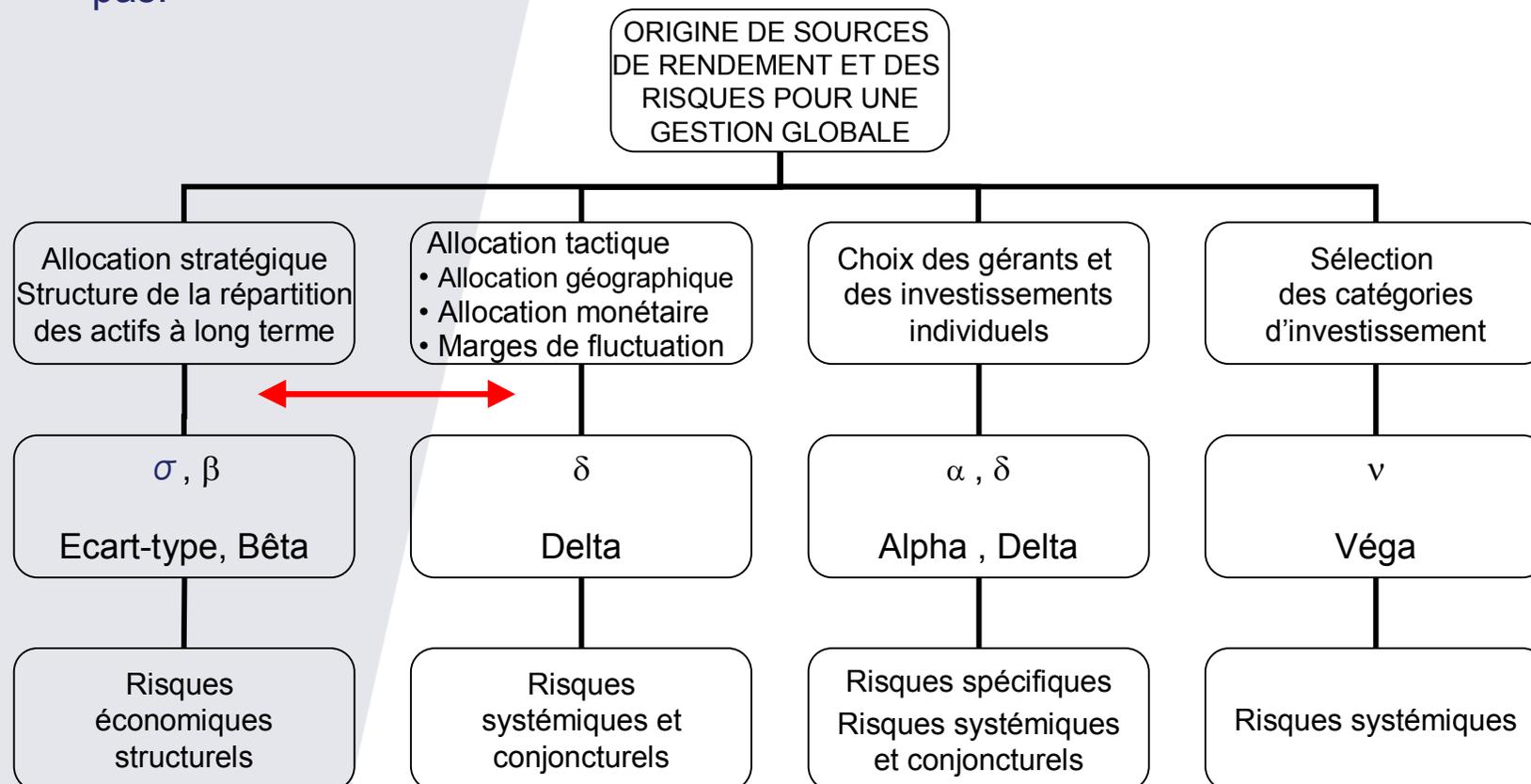


II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

Son fondement

L'inefficience partielle des marchés exige une gestion active des actifs financiers.

Une gestion optimale repose sur la recherche des sources de rendements et des risques → les outils statistiques mesurent le risque, mais ne l'anticipent pas.



II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

Ses objectifs

a) Allocation stratégique

- Détermine les rendements absolus que doit réaliser à long terme une Caisse de pension pour faire face à ses engagements
- Se définit en fonction de la congruence entre les actifs et les passifs de l'institution de prévoyance
- Se base sur l'évolution structurelle des rendements et des risques à long terme en intégrant les tendances fondamentales du nouveau paradigme

II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

Adaptation des allocations stratégiques aux tendances fondamentales définies par le nouveau paradigme :

- Diversification internationale accrue : actions, obligations émergentes, immobilier étranger
- Allocation monétaire réduite et indépendante : « currency overlay » / gestion des risques de change
- Elargissement des classes d'actifs aux matières premières : corrélation réduite / protection contre le risque systémique (or), participation à la croissance des pays émergents (matières industrielles et énergétiques)
- Segmentation complémentaire des débiteurs obligataires : publics, privés, émergents
- Création d'une poche supplémentaire pour les petites sociétés suisses
- Marges de fluctuations autorisées élargies : allocation tactique active augmentant l'efficacité de la gestion
- Mise en œuvre de marges asymétriques pour les actifs risqués et les devises

II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

	Allocation stratégique	Marges de fluctuation		
Allocation géographique				
Liquidités	0%	0%	-	20%
Obligations				
Gouvernementales en CHF	20%	10%	-	40%
Corporates en CHF	10%	0%	-	20%
Monnaies étrangères pays développés	5%	0%	-	10%
Marchés émergents	5%	0%	-	5%
Total	40%	15%	-	70%
Actions				
Suisses SMI	15%	5%	-	20%
Suisses SPI-Extra	5%	0%	-	10%
Etrangères pays développés	20%	10%	-	30%
Marchés émergents	5%	0%	-	10%
Total	45%	15%	-	65%
Hedge funds	5%	0%	-	10%
Matières premières	10%	0%	-	20%
Total	15%	0%	-	20%
TOTAL	100%			
Exposition monétaire				
CHF	75%	65%	-	100%
EUR	4%	0%	-	4%
GBP	2%	0%	-	2%
USD	10%	0%	-	10%
CAD	1%	0%	-	1%
JPY	2%	0%	-	2%
AUD	1%	0%	-	1%
Divers	5%	0%	-	5%
Total	100%			

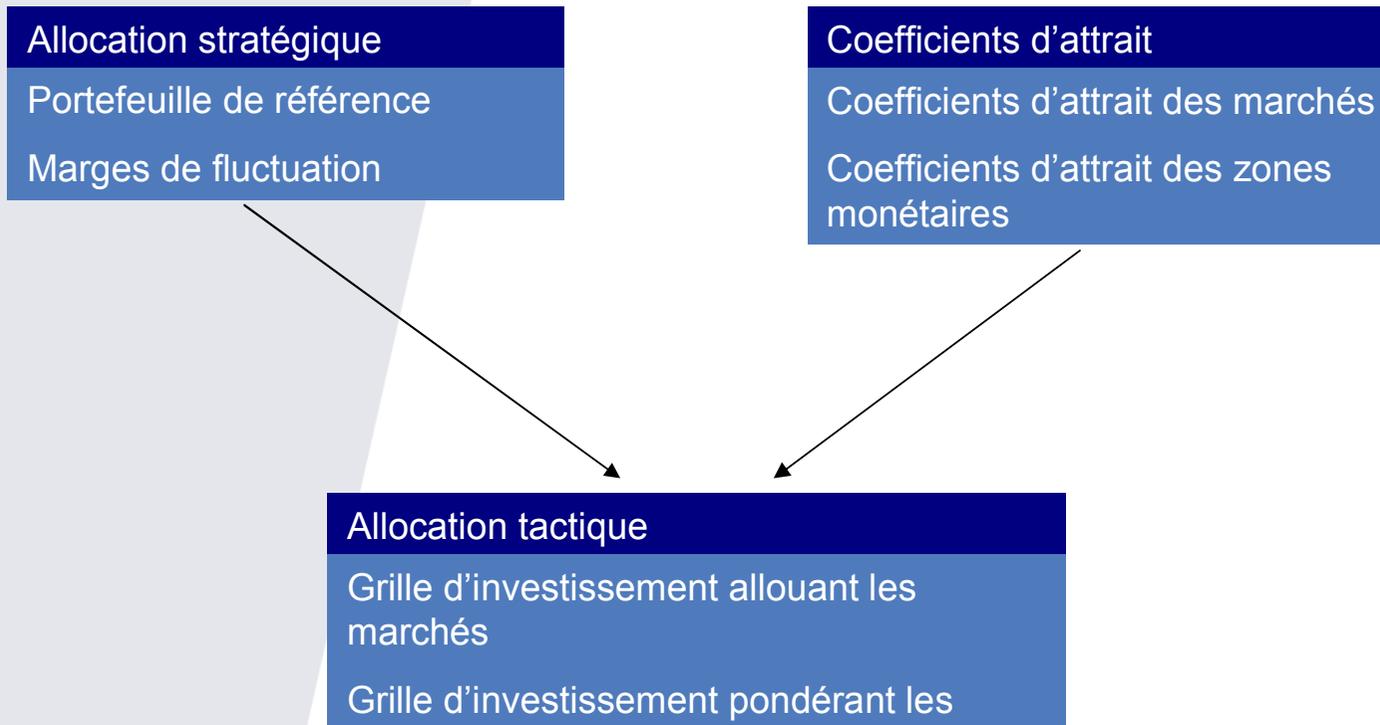
II. ALLOCATION : SON FONDEMENT ET SES OBJECTIFS

Ses objectifs

b) Allocation tactique

- Fondement : gérer activement l'allocation stratégique
- Objectif : générer un rendement excédentaire au benchmark composite défini par l'allocation stratégique, tel que les indices Pictet LPP 93, 2000 ou 2005. Sur le plan quantitatif obtenir « l'information ratio » le plus élevé
- Fonctionnement : moduler l'exposition sur les différents marchés en fonction de l'attrait relatif des marchés, processus d'allocation relatif
- Valeur ajoutée: définir l'attrait relatif des marchés en appréhendant les principales sources de rendements et de risques :
 1. Variations conjoncturelles (croissance et inflation)
 2. Changements de primes engendrés par l'évolution des risques systémiques
 3. Inefficiences dues aux distorsions de valorisation

III. PROCESSUS D'ALLOCATION : DESCRIPTION ET FONCTIONNEMENT



III. PROCESSUS D'ALLOCATION : DESCRIPTION ET FONCTIONNEMENT

- Modulation du benchmark stratégique (indice composite) en fonction de l'attrait relatif des marchés en respectant les marges de fluctuations minimales et maximales définies par le règlement de placement
- Surpondération des marchés les plus attrayants et sous-pondération des zones géographiques et monétaires grevées du risque de moins-value le plus important
- Processus d'allocation relatif et linéaire non soumis aux hypothèses contraignantes émises par la théorie moderne du portefeuille

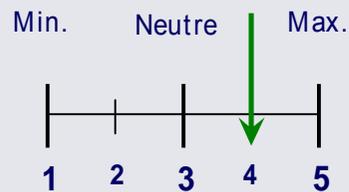
III. PROCESSUS D'ALLOCATION : DESCRIPTION ET FONCTIONNEMENT

- Exige 3 types d'intrants :
 - Portefeuille de référence avec la composition et la pondération de ses sous-jacents
 - Marges de fluctuations
 - Les coefficients d'attrait sur les marchés et les devises
- Aboutit à deux grilles d'investissement :
 - Pondération sur les marchés
 - Exposition sur les zones monétaires
- Degré d'attrait des marchés déterminé par l'utilisation de coefficients d'attrait variant entre 5 et 1, 5 correspondant à une surpondération maximale, 1 à la pondération minimale et 3 pour une allocation neutre, en soulignant le fait que les états 1 et 5 correspondent à des situations extrêmes

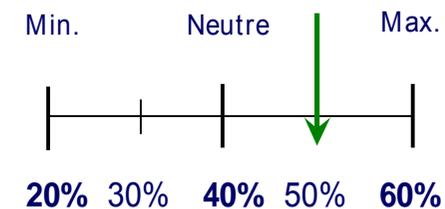
III. PROCESSUS D'ALLOCATION : DESCRIPTION ET FONCTIONNEMENT

Construction des grilles d'investissement

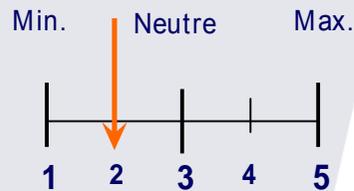
Coefficients d'attrait



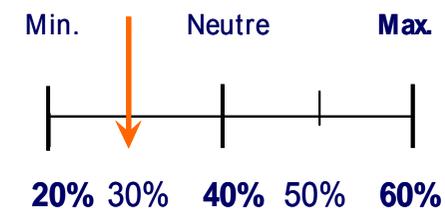
Allocation tactique



Coefficients d'attrait



Allocation tactique



- Les coefficients d'attrait sont systématiquement convertis en pondérations
- Les pondérations sont fonction de:
 - Allocation stratégique
 - Coefficients d'attrait
 - Marges de fluctuations

III. PROCESSUS D'ALLOCATION : DESCRIPTION ET FONCTIONNEMENT

Allocations par marché	Portefeuille de référence	Min	Max	Coefficient d'attrait	Allocation tactique
Liquidités	5%	0%	30%		9%
Obligations en EUR	45%	30%	60%	2.75	43%
Obligations en monnaies étrangères	10%	0%	20%		11%
<i>Obligations GBP</i>	1.0%	0%	2%	2.75	1.0%
<i>Obligations USD</i>	4.0%	0%	8%	2.75	3.5%
<i>Obligations High Yield</i>	3.0%	0%	6%	3.50	3.8%
<i>Obligations Emergentes</i>	2.0%	0%	4%	3.50	2.5%
Actions européennes	25%	10%	35%	2.77	23%
<i>Eurozone</i>	14.0%	5.6%	19.6%	2.75	13.0%
<i>UK</i>	8.0%	3.2%	11.2%	2.75	7.5%
<i>Suisse</i>	3.0%	1.2%	4.2%	2.75	2.8%
Actions internationales	15%	5%	25%		14%
<i>Amérique du Nord</i>	9.0%	3%	15%	2.75	8.3%
<i>Japon</i>	2.0%	1%	3%	3.00	2.0%
<i>Asie Pacifique ex Japon</i>	2.5%	1%	4%	2.75	2.3%
<i>Marchés Emergents ex Asie du Sud-est</i>	1.5%	1%	3%	2.50	1.3%

Allocations monétaires	Portefeuille de référence	Min	Max	Coefficient d'attrait	Allocation tactique
EUR	64%	64%	100%		67%
USD	16%	0%	16%	2.75	14%
GBP	9%	0%	9%	2.75	8%
CHF	3%	0%	3%	2.75	3%
JPY	2%	0%	2%	2.75	2%
Divers	6%	0%	6%	3.00	6%

Indice obligations en EUR: Citigroup EMU GBI All Maturities EUR

Indice obligations en monnaies étrangères: Citigroup Non Euro WGBI All Maturities USD

Indice actions européennes: MSCI Europe

Indice actions internationales: MSCI World ex Europe

EUR: monnaie de référence

- La valeur-ajoutée de l'allocation tactique repose sur la pertinence et la robustesse des coefficients d'attrait
- Les coefficients d'attrait mesurent l'attrait relatif des indices boursiers ou obligataires et des devises; ils sont basés sur des modèles économiques et financiers multifactoriels
- La modélisation se base sur deux types d'indicateurs :
 - Environnementaux : attrait relatif des marchés par rapport à l'environnement économique et financier (agrégations)
 - Valorisants : évaluation des marchés en considération de l'environnement (régressions simples)

Coefficients d'attrait actions

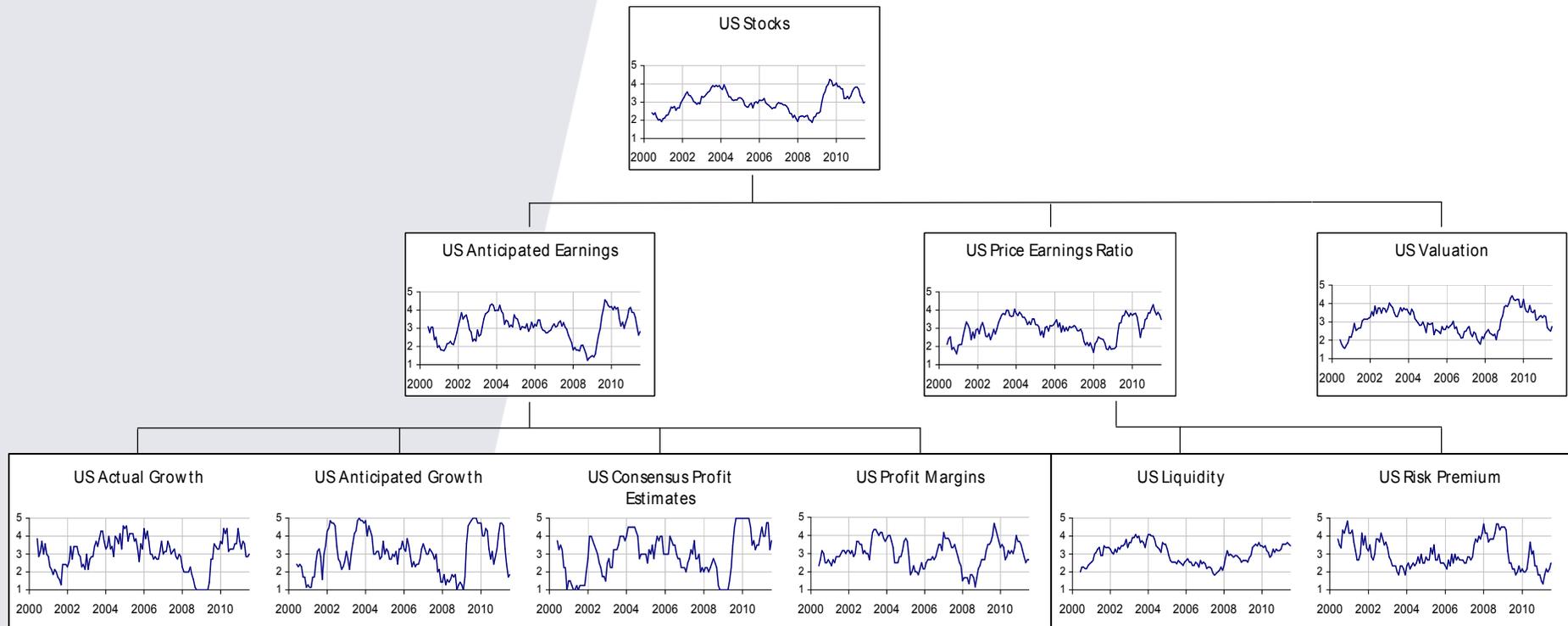
- 1^{er} niveau : bénéfices
 - ❖ Croissances actuelle et anticipée, bénéfices estimés par le consensus, marges bénéficiaires

- 2^{ème} niveau : Price Earnings Ratio = taux d'actualisation des bénéfices – conditions financières
 - ❖ Conditions monétaires
 - ❖ Primes de risque

- 3^{ème} niveau : valorisation
 - ❖ Evaluation des multiples
 - ❖ Evaluation des bénéfices

IV. ALLOCATION DYNAMIQUE DES MARCHÉS

USA : Actions



Actions



Coefficients d'attrait obligations

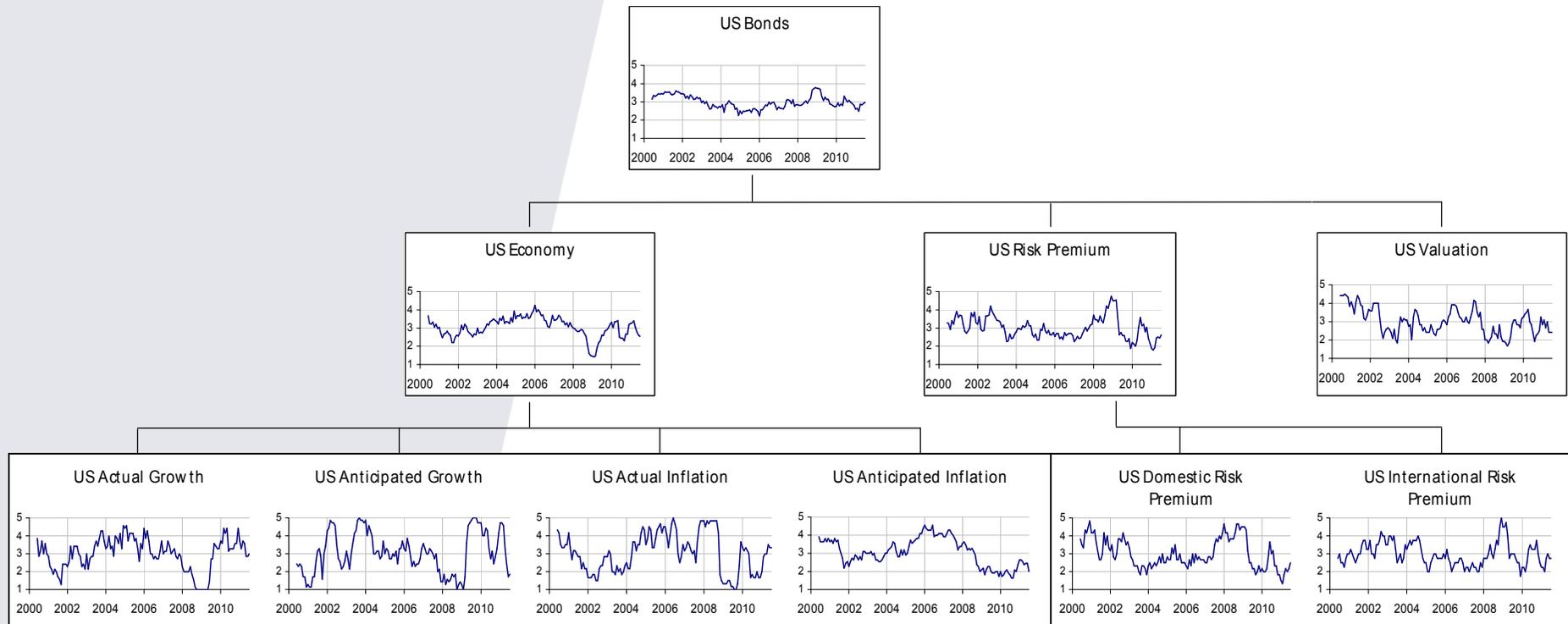
- 1^{er} niveau : environnement économique
 - ❖ Croissance actuelle et anticipée, inflation actuelle et anticipée

- 2^{ème} niveau : prime de risque
 - ❖ Prime de risque domestique
 - ❖ Prime de risque internationale

- 3^{ème} niveau : valorisation
 - ❖ Evaluation des rendements par rapport à l'environnement économique
 - ❖ Evaluation des rendements par rapport aux primes de risque

IV. ALLOCATION DYNAMIQUE DES MARCHÉS

USA : Obligations



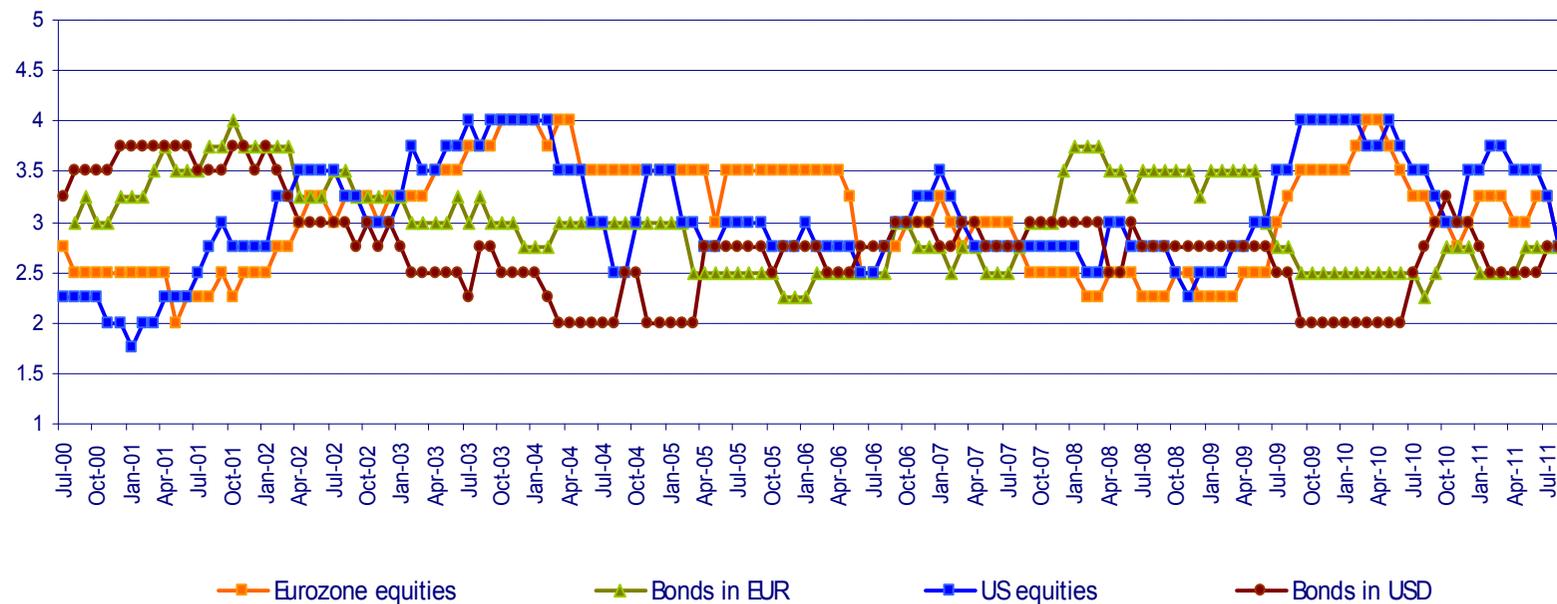
Obligations



- La pondération et l'ordonnancement des indicateurs varient en fonction des changements structurels
- Plus les marges de fluctuations sont larges, plus l'allocation tactique des marchés sera active et grevée d'une tracking-error élevée
- Des marges de fluctuations asymétriques peuvent être utilisées pour les actifs risqués afin de réduire plus sensiblement les risques de moins-values
- L'exposition en liquidité découle de la sous-pondération globale des marchés définie par les coefficients d'attrait
- Les coefficients sont mis à jour une fois par mois ou de façon ad-hoc lors de variations importantes de marché

IV. ALLOCATION DYNAMIQUE DES MARCHÉS

Evolution historique des coefficients d'attrait



Le coefficient d'attrait varie entre 1 et 5:

1 - 2 : pas attractif

2 - 3 : peu attractif

3 : neutre

3 - 4 : attractif

4 - 5 : très attractif

V. GESTION ASYMÉTRIQUE DES RISQUES DE CHANGE

Nouveaux paradigme pour les caisses de pension suisses

- a) Diversification internationale accrue pour compenser la baisse des rendements sur les actifs libellés en CHF
- b) Force du franc : réduction des risques de change

Solution

- Gestion indépendante des risques de change
- Intrants :
 - Allocation stratégique sur la monnaie de référence
 - Pourcentage maximal en monnaies étrangères
 - Marges de fluctuation asymétriques sur les devises étrangères
 - Coefficients d'attrait sur les devises
- Output :
 - Grille d'investissement sur les zones monétaires (surpondération monnaie de référence = sous-pondération sur les devises étrangères)

V. GESTION ASYMÉTRIQUE DES RISQUES DE CHANGE

Coefficients d'attrait sur les devises : 4 niveaux

- 1^{er} niveau : différentiel de conjoncture

- 2^{ème} niveau : différentiel de rentabilité
 - ❖ Différentiel de rentabilité sur capitaux fixes
 - ❖ Différentiel de rentabilité sur capitaux variables
 - ❖ Liquidité
 - ❖ Prime de risque

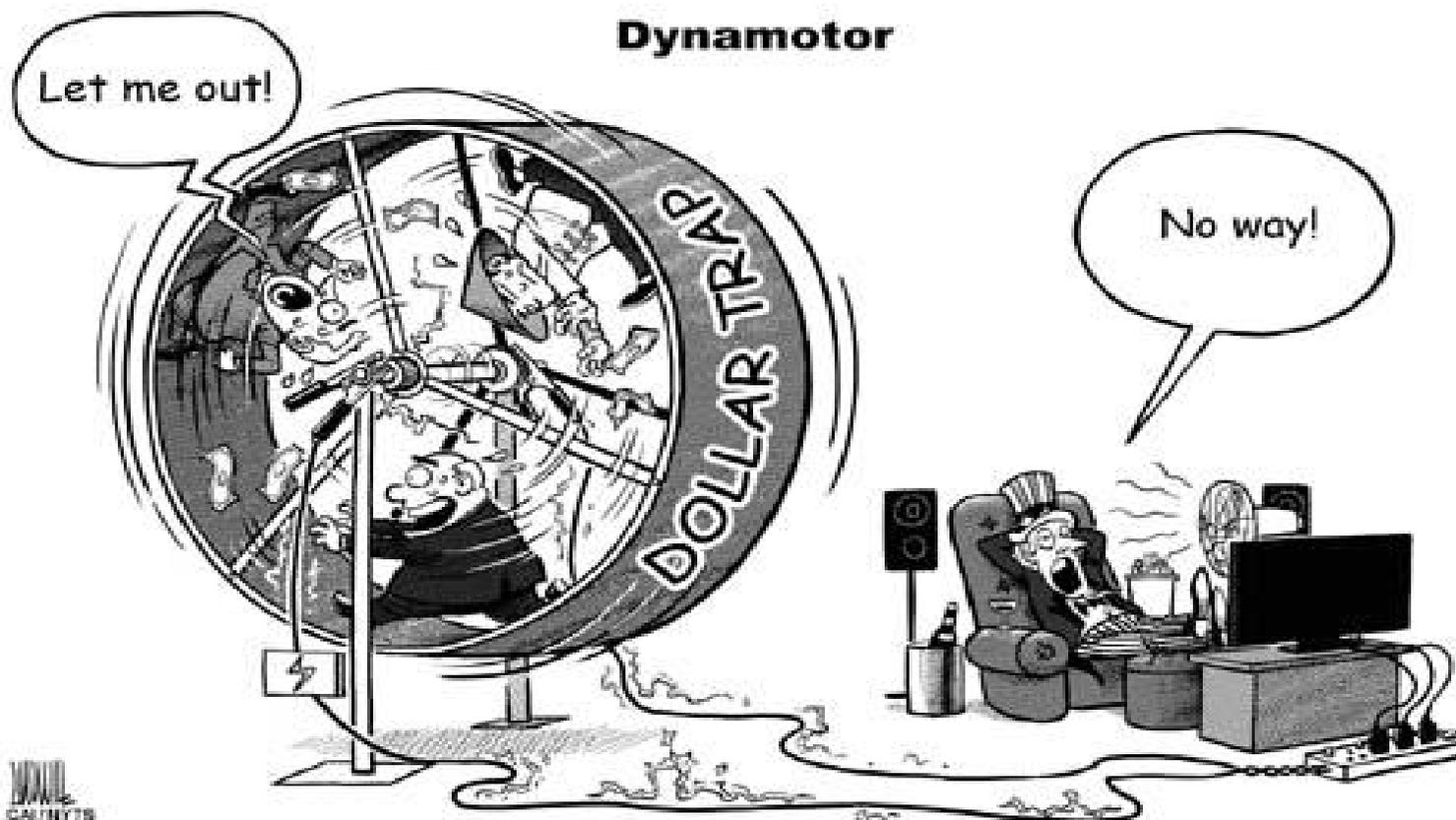
V. GESTION ASYMÉTRIQUE DES RISQUES DE CHANGE

- 3^{ème} niveau : balance externe
 - ❖ Balances
 - ❖ Termes de l'échange

- 4^{ème} niveau : valorisation
 - ❖ Parité des pouvoirs d'achat (PPA)
 - ❖ Taux change effectifs réels par rapport aux déficits externes
 - ❖ Taux de change en considération des différentiels de taux d'intérêt
 - ❖ Taux de change en regard des primes de risque

V. GESTION ASYMÉTRIQUE DES RISQUES DE CHANGE

LUOJIE
CHINA DAILY
Beijing
CHINA



a) Adaptation des sous-jacents

Adapter les expositions aux nouvelles pondérations données par les grilles d'investissement en achetant ou vendant directement les actifs

b) Markets and currencies overlay

Ajuster les expositions données par les sous-jacents à travers l'utilisation de produits dérivés pour obtenir les allocations données par les grilles tactiques

L'allocation tactique (TAA) peut-elle contribuer à l'amélioration de la performance des actifs ?

OUI

Raisons : inefficience des marchés et baisse structurelle des rendements en CHF

Moyens : intégration des sources de rendements et de risques grâce à des coefficients d'attraits pertinents et robustes

VII. CONCLUSIONS

Malgré les incertitudes intrinsèques à toute prévision, la recherche des sources de rendements et de risques demeure la pierre angulaire pour une gestion optimale de portefeuille dans un environnement de marchés inefficients.

