

Pourquoi l'allocation d'actifs garde toujours un sens

Sparinvest se penche sur la récession et sur le rebond

Le point bas du krach des marchés survenu en 2008-2009 a été atteint le 9 mars 2009 aux États-Unis. Depuis, les marchés boursiers et obligataires à travers le monde ont fortement rebondi et affichent, depuis un an, une solide tendance à la hausse. Mais la reconquête n'a pas toujours été des plus faciles. Les marchés se sont en effet montrés très volatils et bien que sur le papier, la reprise semble robuste, elle a semblé bien fragile aux investisseurs. Un an plus tard, la confiance reste une denrée rare. Ce sont à des moments comme celui-ci que les investisseurs adoptent un comportement guidé par l'émotion.



La société danoise Sparinvest est d'avis que l'investissement guidé par l'émotion est préjudiciable aux rendements à long terme. Nous avons demandé à Sidsel Moeller, analyste senior et expert de l'allocation stratégique d'actifs, de nous expliquer ce point de vue.

On dit souvent que les « marchés haussiers ont à escalader un mur de craintes ». Diriez-vous que la reprise de l'année passée n'a eu de cesse, semble-t-il, d'être exposée à des menaces de tous côtés ? Comment conseillez-vous aux investisseurs de réagir dans un tel contexte négatif et pouvez-vous leur reprocher de surveiller activement leurs portefeuilles, plus souvent qu'auparavant ?

Non, je ne peux pas leur reprocher un tel comportement, d'autant plus que ces douze derniers mois, les signaux émis par les médias ont été pour le moins mitigés. Mais, les investisseurs particuliers qui travaillent dans un autre secteur que la finance sont généralement au courant de l'actualité plus tard que les professionnels. Autrement dit, ils courent toujours le risque d'agir trop tard, quoi qu'il advienne. Mon conseil aux investisseurs particuliers serait donc d'identifier le portefeuille dont les pertes potentielles selon certaines probabilités les effraient le moins. Parce que s'ils identifient un portefeuille avec lequel ils sont « à l'aise », ils vont cesser de se faire du souci pour leurs placements et se concentreront ainsi davantage sur leur famille, leur vie privée et professionnelle, etc., ce qui renforcera leur qualité de vie.

Diriez-vous qu'aujourd'hui, il est très tentant pour les investisseurs de réaliser les prises de bénéfices d'une année 2009 solide et de rester à l'écart en attendant le double plongeon sur lequel tout le monde semble tableur ?

Oui, je suis d'accord. Et ce double plongeon est un thème très à la mode en ce moment. Je n'exclus certainement pas la possibilité que nous assistions à ce double plongeon dans un avenir proche. Quoi qu'il en soit, nous devons être conscients de l'expression « biais attentionnel », un mal dont nous souffrons probablement tous. Il signifie que plus un phénomène est évoqué dans les médias, dans l'actualité, dans les conversations au travail, etc. plus nous sommes convaincus qu'il va effectivement se produire. Il devient la « sagesse perçue », l'« issue la plus probable » et peut donc souvent se transformer en prédiction qui se réalise, même s'il repose uniquement sur des émotions plutôt que sur des attentes rationnelles. Soyons fair-play et admettons que ce double plongeon va effectivement se produire. La question qui subsiste est de savoir « quand ? ». Il est difficile de trouver le bon moment pour vendre car nous ne voulons certainement pas abandonner nos positions s'il est encore possible de réaliser un gain supplémentaire de 5 % avant le plongeon. D'un autre côté, nous ne voulons pas non plus attendre que les marchés perdent 5 %, voire 10 % ou plus. Et puis naturellement, il nous faut déterminer le bon moment pour réinvestir avant que le marché ne se redresse à nouveau afin de ne pas perdre d'éventuels gains futurs, etc.

Sparinvest plaide en faveur d'une stratégie d'investissement composée de trois éléments essentiels : définition du profil de risque, allocation stratégique d'actifs et

Sparinvest



rééquilibrage régulier. Pourriez-vous expliquer à quoi correspond chacun de ces éléments ainsi que leur importance particulière ?

La définition du profil de risque est un moyen de déterminer précisément le risque de baisse qu'un investisseur peut supporter avant de décider de réaliser ses actifs avec une perte significative. Pour les investisseurs institutionnels, ce profil de risque est normalement dicté par les exigences réglementaires, les engagements, l'horizon de placement, etc. Pour l'investisseur particulier, ce profil de risque dépend naturellement de l'horizon temporel et des besoins en liquidités, mais aussi d'aspects psychologiques. Par exemple, combien peut-on perdre « sur le papier » avant d'être contraint de vendre ses actifs et essayer une perte réelle ? L'identification de ce « seuil théorique de déclenchement de vente » est essentielle à la construction d'un portefeuille qui minimise la probabilité pour un investisseur de subir des pertes supérieures à ce seuil.

L'allocation stratégique d'actifs est le processus qui permet une construction du portefeuille conforme au profil de risque d'un individu. Elle garantit que l'investisseur ait conscience de l'ampleur des pertes qu'il pourrait avoir à subir, mais aussi de la forte improbabilité qu'il essuie des pertes supérieures à ce qu'il peut supporter. L'investisseur est ainsi plus susceptible de ne pas se séparer de ses positions en périodes de crises, c'est-à-dire qu'il ne réalise pas de pertes et reste bien positionné pour profiter du prochain rebond des marchés.

Le rééquilibrage est, lui aussi, important. Les différents actifs évoluent dans des directions différentes à différents moments, ce qui signifie que l'allocation du portefeuille change et qu'elle peut, au bout d'un certain temps, ne plus être conforme au profil de risque de l'investisseur. Cette conformité doit être surveillée à intervalles réguliers (pas trop souvent car les modifications entraînent des frais de transaction) et le portefeuille doit être ajusté en conséquence. Un fort repli du marché peut lui aussi motiver un rééquilibrage.

Dans ce cas, un rééquilibrage discipliné consiste à acheter à bas prix pour profiter du redressement ultérieur. Psychologiquement, il est très difficile de se convaincre d'acheter les actifs à risque qui viennent de s'effondrer, mais un rééquilibrage régulier rend le portefeuille moins sensible aux fortes fluctuations des marchés financiers.

Comment détermine-t-on le profil de risque d'un investisseur en premier lieu ?

Pour l'investisseur institutionnel, ce profil est déterminé sur la base des exigences réglementaires et d'un modèle de budgétisation du risque, par exemple. Pour l'investisseur particulier, nous travaillons en collaboration avec Thorsten Hens, l'un des plus grands experts européens de la finance comportementale. Il a créé pour Sparinvest un « profileur de risque » réservé aux investisseurs individuels. Cet outil définit l'« aversion pour les pertes » de l'investisseur (c'est-à-dire la mesure des pertes qu'une personne peut subir avant de se sentir forcée de vendre en réalisant la perte). L'horizon temporel, les besoins en liquidités, etc. sont également pris en compte. Le portefeuille de l'investisseur individuel est ensuite optimisé, non pas en recourant à l'« optimisation par retour à la moyenne » classique car celle-ci se contente d'indiquer le risque et le profil de risque moyens d'un portefeuille. Dans la réalité, les performances de marché ne suivent pas des schémas de distribution normaux et des événements extrêmes qui nous

« Si les investisseurs identifient un portefeuille avec lequel ils sont « à l'aise », ils vont cesser de se faire du souci pour leurs placements et se concentreront ainsi davantage sur leur famille, leur vie privée et professionnelle, etc., ce qui renforcera leur qualité de vie. »

Sidsel Møller
Sparinvest

font dépasser les échelles normales de bénéfices et de pertes interviennent occasionnellement. Afin de trouver le portefeuille susceptible de mettre l'investisseur à l'aise, même dans les pires scénarios, il est nécessaire de lui montrer quelles pourraient être ses pertes potentielles si un événement de « risque extrême » survenait. En lui faisant prendre conscience de ces pertes extrêmes, nous réduisons la probabilité que l'investisseur essuie une perte supérieure à son seuil personnel d'aversion pour les pertes.



Comment pouvez-vous affirmer qu'une stratégie d'investissement reposant sur la définition du profil de risque, l'allocation stratégique d'actifs et un rééquilibrage régulier fonctionne mieux que les « réactions instinctives » ?

Cela dépend de votre instinct. Si vous avez réellement des pouvoirs parapsychologiques, n'hésitez pas à tirer parti de votre permis de faire marcher la planche à billets ! Autrement, faites attention au « biais attentionnel ». Demandez-vous d'où vient votre « réaction instinctive ». Notre instinct nous dit-il de vendre simplement parce nous avons été bombardés par les médias de récits sur l'imminence d'un « double plongeon » ? La plupart des gens pâtissent d'un excès de confiance en eux. Par exemple, plusieurs études ont révélé que la majorité des automobilistes, par exemple, estiment faire partie des 10 % des meilleurs conducteurs. Un constat naturellement impossible en termes statistiques. De même, nous avons tous tendance à croire en notre propre capacité à prédire les mouvements de marché. Malheureusement, à moins d'être un grand investisseur institutionnel faisant appel à une armée d'analystes pour déterminer quelles doivent être les prochaines actions rentables, vous ne serez informé des opportunités que bien après ces institutionnels qui auront alors d'ores et déjà acheté des positions et se seront octroyé la part du lion de tout le bénéfice disponible. Par exemple, avant la crise, nombre d'investisseurs ont emprunté de l'argent auprès des banques pour investir dans les actions. « Qu'est-ce qui pouvait alors mal tourner ? » Les marchés boursiers avaient régulièrement grimpé pendant des années et, tout comme nous avons tendance à oublier les mauvaises choses, nous avons oublié qu'un investissement sur le marché boursier s'accompagne d'une possibilité de fortes pertes. Ces investisseurs avaient donc non seulement ignoré la sagesse de l'approche de l'allocation d'actifs. Mais ils s'étaient même endettés pour investir dans des actifs à risque. À mesure que les marchés se sont effondrés, il est devenu évident que les investisseurs dont le profil de risque avait été défini et qui avaient construit leur portefeuille diversifié en conséquence n'ont pas essuyé de pertes aussi importantes que les autres, la diversification ayant amorti le choc. Ils ont également conservé leurs positions (un choix qui a ensuite largement porté ses fruits) car leur profil de risque avait été déterminé au préalable.

Vous dites que les investisseurs « guidés par l'émotion » commettent l'erreur d'acheter à prix élevé et de vendre à bas prix, mais les marchés suivent une progression soutenue depuis un an maintenant. Quel conseil donneriez-vous donc à quelqu'un qui a été absent des marchés depuis les plus-bas de 2008-2009 ?

Une fois encore, je suis d'avis que le seul moyen de s'en sortir consiste à suivre les trois étapes précitées : profil de risque, allocation stratégique d'actifs et rééquilibrage régulier. C'est très difficile car de tels investisseurs feront également montre de regrets. Ils n'ont subi de fortes pertes que récemment (en 2008) et ne veulent pas ressentir les mêmes regrets, d'autant plus qu'ils s'en veulent de ne pas participer à la reprise actuelle. Mais quoi qu'il en soit, comme les investisseurs particuliers ne disposent pas des mêmes avantages que les investisseurs institutionnels sur les marchés, c'est-à-dire qu'ils ne sont pas avertis suffisamment tôt des opportunités d'investissement, la solution la plus sensée consiste pour eux à détenir le portefeuille qui correspond le mieux à leur profil de risque individuel. Cette approche diminue l'éventualité qu'ils réalisent des pertes à l'approche du plus-bas de toute récession et leur permet de profiter pleinement des effets d'un rebond en conservant leurs positions.

Qu'en est-il d'un investisseur qui aurait conservé ses positions sans procéder à un rééquilibrage ?

Il est toujours recommandé de vérifier que le portefeuille demeure conforme au profil de risque, un processus qui doit intervenir un peu plus souvent dans les périodes de volatilité des marchés. Donc, si un investisseur n'a procédé à aucun rééquilibrage pendant la crise, je lui recommanderais de redéfinir son profil de risque (car la crise a pu modifier ses tendances psychologiques) et d'effectuer un rééquilibrage en conséquence.

On a parlé de « décennie perdue » pour les actions mondiales. Pourquoi ne pas se contenter de placer son argent sur les marchés monétaires et obligataires en oubliant les actions ?

Et bien, pour d'autres, la bulle ne touche pas les actions, mais les obligations. Et si la décennie a réellement été « perdue » pour les actions mondiales, pourquoi ne pas investir maintenant, alors que nous entamons une nouvelle décennie pour cette catégorie ?

Vous avez dit que la stratégie consistant à investir dans les actions les plus sous-évaluées au monde était payante une fois les récessions terminées. La stratégie d'allocation d'actifs que vous proposez à vos investisseurs leur donne-t-elle une exposition accrue aux actions sous-évaluées ?

Cela dépend du profil de risque de l'investisseur car si les actions « value » sont plus volatiles et reculent davantage que le reste du marché pendant les récessions, elles



peuvent descendre si bas qu'elles incitent l'investisseur à vendre en réalisant des pertes. Mais Sparinvest propose trois fonds d'allocation d'actifs offrant tous des portefeuilles diversifiés ont un biais « value ».

Diriez-vous que les obligations d'entreprises à haut rendement sont une catégorie d'actifs largement sous-employée en Europe ?

Ici aussi, cela dépend du profil de risque de l'investisseur : elles ne sont sous-employées que si cette tactique permet d'améliorer le rapport risque / rendement et si elle correspond au profil de risque de l'investisseur. Mais même pendant la crise, lorsque tous les actifs se sont effondrés (à l'exception des emprunts d'État et d'autres actifs à bas risque), l'ajout d'actifs à haut rendement dans un portefeuille s'est accompagné d'effets bénéfiques liés à la diversification, les corrélations n'atteignant jamais 100 %.

En tant qu'adepte de l'allocation stratégique d'actifs, pensez-vous que l'or ait sa place dans un portefeuille ? S'agit-il d'une « valeur refuge » ou pensez-vous, comme Warren Buffett, que le métal n'a « aucune utilité » ?

« L'or est extrait du sol en Afrique, ou ailleurs. Puis nous le fondons, creusons un autre trou, l'enterrons à nouveau et payons des gens pour l'entourer et le garder. Il n'a aucune utilité. Quiconque nous regarderait depuis Mars en demeurerait perplexe. »
Warren Buffett

Warren Buffett a dit beaucoup de grandes choses, et cette remarque en fait partie. En investissant dans l'or et en creusant un trou pour l'y enterrer, en embauchant des gens

pour le garder, on ne crée pas autant de valeur qu'en injectant des « capitaux bien disposés à l'égard du risque » dans des sociétés qui produisent des biens réels. Mais naturellement, en principe, tout portefeuille diversifié doit détenir tous les actifs du monde, y compris de l'or. Par ailleurs, il est très difficile d'investir dans l'or en tant que tel. Il existe un nombre croissant d'ETF présentant une exposition à l'or, mais nombre d'entre eux obtiennent cette exposition au moyen de produits dérivés car il est difficile de suivre le processus décrit par Warren Buffett. Un investissement dans de tels fonds s'accompagne, à son tour, d'un risque de contrepartie auquel vous n'aviez pas prévu d'être exposé, surtout ces jours-ci. Le meilleur moyen d'investir dans l'or

est donc peut-être d'en acheter et de le porter. À long terme, le cours du métal jaune a affiché une évolution identique à celle de l'inflation. Mais ses principales fluctuations sont concentrées sur de très courtes périodes et essentiellement, au cours de périodes comme celle-ci. Les médias mettront toujours l'accent sur l'or en période de crise ou lors d'un accès de volatilité des marchés. Et comme nous souffrons du fameux « biais attentionnel » mentionné plus haut, nous finissons par croire qu'il s'agit du seul actif dans lequel il est sensé d'investir. Étant donné que le cours de l'or est extrêmement volatil, les médias peuvent être amenés à faire état de fluctuations très significatives d'un jour à l'autre. Ce scénario se produit d'ailleurs le plus souvent lorsque le prix du métal jaune augmente. Je pense que les investisseurs doivent se montrer très

prudents et prendre conscience que le compromis entre volatilité et rendement n'est pas toujours si attrayant dans le cas des métaux précieux.

« L'or est extrait du sol en Afrique, ou ailleurs. Puis nous le fondons, creusons un autre trou, l'enterrons à nouveau et payons des gens pour et le garder. Il n'a aucune utilité. Quiconque nous regarderait depuis Mars en demeurerait perplexe. »

Warren Buffett

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.