

L'essor de la gestion flexible

En vogue actuellement, la gestion flexible répond à diverses problématiques des conseillers financiers et reste une des composantes nécessaires à la diversification d'un portefeuille.

Le succès de la gestion flexible repose à la fois sur son adaptation à une demande et sur une grande diversité des produits proposés.

Pour la grande majorité des épargnants, le produit financier parfait est celui qui parvient à donner le rendement des marchés actions quand celui-ci est positif et à protéger le capital dès lors que ce rendement devient négatif. En pratique, cela veut dire que, si l'on étudie les rendements mensuels d'un indice tel que le CAC 40 entre décembre 1998 et octobre 2009 (voir graphique 1 ci-dessous), ce produit parfait aurait dû être investi 58 % du temps et ne pas être investi le reste du temps (voir tableau 1 page suivante).

On trouve un raisonnement assez proche dans le comportement macroéconomique des épargnants français. En effet, la simple comparaison entre le pourcentage investi en unités de compte dans les encaissements mensuels bruts des contrats d'assurance vie et la courbe de ce

même CAC 40 (voir graphique 2 page suivante) montre très clairement qu'ils ont tendance à investir sur des supports risqués quand les marchés sont en hausse et à se replacer sur des actifs sans risque lorsque les marchés sont en baisse. De manière intuitive, les épargnants modifient donc leur allocation d'actifs en fonction de l'évolution des marchés. Ce constat souligne que l'allocation d'actifs est un contributeur majeur dans la performance financière d'un portefeuille. C'est cette même logique que certaines sociétés de gestion ont voulu proposer dans le cadre de la gestion dite « flexible ».

Avant de présenter de façon approfondie l'importance du processus d'allocation d'actifs, il est bon d'effectuer quelques rappels sur la gestion flexible et ses particularités.

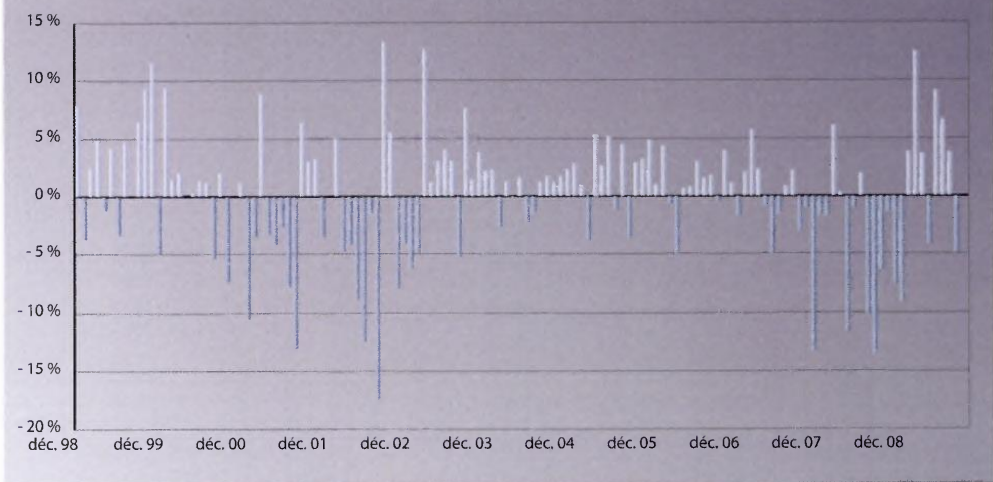
■ Origine et définition de la gestion flexible

Le succès de la gestion flexible repose à la fois sur son adaptation à une demande et sur la grande diversité des produits proposés.

Une réponse aux besoins des professionnels et des clients

Une certaine frange de la population des conseillers financiers considère que le métier n'englobe pas la détermination d'une allocation d'actifs pour le compte des clients

Graphique 1
Variations mensuelles positives et négatives du CAC 40 entre le 31/12/1998 et le 31/10/2009



Etudes | Gestion d'actifs

Tableau 1

Répartition entre les rendements positifs et négatifs du CAC 40

(31/12/1998 - 31/10/2009)

Données mensuelles	Variations +	Variations -
Nombre	75	55
Moyenne	3,79 %	- 4,96 %
Volatilité	3,10 %	3,98 %
Pourcentage	58 %	42 %

ou, plus prosaïquement, qu'elle ne possède pas la compétence pour le faire. Ce constat a été particulièrement sensible lors de la chute des marchés de 2002, extrêmement brutale. A cette occasion, de nombreux clients finaux n'ont pas eu le temps de liquider leur position et ont naturellement accusé leurs conseillers de ne pas les avoir mis en garde suffisamment à l'avance. Ce reproche s'est reporté sur les sociétés de gestion qui n'auraient pas anticipé la crise ou auraient été déficientes dans leur communication vis-à-vis de leurs partenaires.

En fait, cette question est plus large car elle porte sur la définition même du métier de conseiller financier ou de CIF. Ce dernier doit-il proposer une allocation globale sur mesure, composée de fonds « purs » et adaptée au profil et aux objectifs du client, ou doit-il proposer des allocations types sous forme de « prêt-à-porter » ?

Deux niveaux de réponse ont été donnés par les promoteurs de produits financiers. Dans un premier temps, on a assisté à la création des fonds profilés dont les bornes de risque sont prédéterminées à l'avance et fixées pour cadrer avec une forme de « catégorisation » du client par degré de risque accepté. Cette vision est conforme à une distribution de type industriel, telle qu'elle est présente dans les réseaux, mais ne paraît pas adaptée à la gestion privée qui se doit de considérer le client comme unique.

Les fonds flexibles constituent un second niveau de réponse, caractérisé de manière inverse par une allocation d'actifs totalement variable, afin de répondre à un environnement économique et financier qui est perçu comme encore plus incertain. Cependant, ils présentent la même caractéristique que les fonds profilés, puisque tous les clients titulaires du même fonds flexible auront la même allocation d'actifs au même moment, alors que leurs préoccupations patrimoniales peuvent être différentes.

L'autre raison du succès des fonds flexibles est le constat sans appel d'un refus de la grande majorité des investisseurs, particuliers ou institutionnels, d'intégrer des supports en actions dans leurs portefeuilles, à la suite de la dernière crise financière. Dans ces conditions, lancés dans la foulée de la crise boursière de 2002, les fonds flexibles ont vu leur développement s'accélérer en 2008 et 2009.

La gestion flexible répond à la demande d'un produit financier souple qui adapte son allocation d'actifs aux anticipations sur les marchés. Cette définition très générale donne naissance à une gamme très large de produits.

Une grande diversité

Très schématiquement, un fonds dit « flexible » se caractérise par le fait que la composante actions (ou actifs risqués) de son portefeuille peut théoriquement évoluer de 0 à 100 % de l'allocation. Selon les promoteurs, le solde pourra être investi en produits monétaires ou en >>>



DANIEL HAGUET, professeur de finance, EDHEC Business School

Un fonds dit « flexible » se caractérise par le fait que la composante actions de son portefeuille peut évoluer théoriquement de 0 à 100 % de l'allocation.

Graphique 2

Comparaison entre la part investie en unités de compte dans l'encaissement mensuel des contrats d'assurance vie et l'évolution de l'indice CAC 40

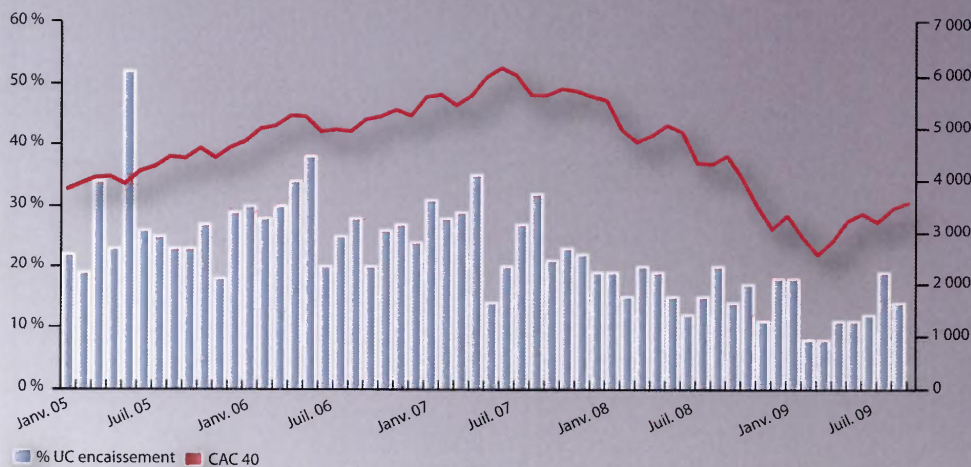




Tableau 2

Caractérisation d'un fonds flexible

Critères	Options possibles	
	Cash	Obligataire
Traitement du solde de la part actions	Actions	Obligations
Biais de gestion	Titres en direct	OPCVM
Type d'investissement	Oui	Non
Utilisation de produits dérivés (options, futures...)	Discretionnaire	Quantitative
Typologie de gestion		

L'information fournie sur le processus de gestion et les spécificités du gérant ont plus d'importance que pour d'autres catégories de fonds d'investissement.

>>> produits obligataires. A ce niveau, la plus grande diversité est possible et s'exprime même par la terminologie utilisée : fonds « réactifs », fonds « patrimoniaux », fonds « d'allocation », etc. Il est donc extrêmement difficile de donner une définition très détaillée de cette catégorie dont les caractéristiques dépendent fortement du gérant et de la stratégie de la société de gestion.

Le tableau 2 (ci-dessus) présente les différents critères qui peuvent permettre de classer un fonds flexible. Toutes les variantes sont évidemment envisageables.

Ainsi, la sélection d'un fonds flexible est un exercice délicat dans lequel l'information fournie sur le processus de gestion et les spécificités du gérant auront une importance certainement plus grande que pour d'autres catégories de fonds d'investissement.

Sous l'influence de contraintes conjoncturelles, nous avons donc assisté à l'émergence d'une nouvelle forme de gestion qui prend une place non négligeable dans la gamme des supports financiers proposés tant aux particuliers qu'aux investisseurs institutionnels. L'une des grandes particularités de cette gestion dite « flexible » est qu'elle attribue un rôle majeur à l'allocation d'actifs.

■ Le rôle majeur de l'allocation d'actifs dans le processus de gestion

La littérature académique a largement souligné que l'allocation d'actifs était un facteur central dans l'analyse du processus de gestion, mais ce rôle ne doit pas faire l'objet d'une interprétation erronée.

Rappel sur le processus de gestion

On a tendance à segmenter le processus de gestion d'un portefeuille en trois grandes étapes : allocation stratégique, allocation tactique et choix des valeurs. Chacune de ces étapes est génératrice de valeur.

L'allocation d'actifs s'organise autour des objectifs du client et conduit à la détermination de la part respective entre les grandes classes d'actifs. De manière simplifiée, elle permet de distinguer les pourcentages respectifs entre actif risqué et actif non risqué. Ce premier niveau conduit à la fixation d'un indicateur de référence baptisé « benchmark », qui fournit le degré d'agressivité du couple rentabilité/risque du portefeuille. Le benchmark est l'indice de référence, simple ou complexe, de la performance du portefeuille. C'est le rendement « passif » des classes sur lesquelles le portefeuille est investi, en dehors de toute décision de gestion active.

L'allocation tactique correspond à la liberté de faire évoluer le portefeuille autour de la référence constituée par le benchmark. Ainsi, plus cette liberté est grande, plus le gérant peut tirer parti des opportunités en modifiant la

répartition des classes d'actifs. En revanche, plus la liberté est réduite, plus le gérant est contraint à une gestion passive. La *tracking error* mesure ce degré de liberté offert au gérant, qui consiste à s'éloigner plus ou moins du benchmark.

Enfin, la dernière étape correspond au choix des valeurs qui va permettre de concrétiser par des titres ou bien des OPCVM les orientations stratégiques et tactiques du gérant.

Cette distinction est importante dès lors que l'on veut mesurer l'impact des décisions de gestion sur la performance d'un portefeuille. Par exemple, si le benchmark d'un portefeuille est réparti à égalité entre les actions et les obligations, et si les rendements moyens de leurs indices respectifs sont de 10 et 7 %, le rendement passif de ce portefeuille sera 8,80 %. Supposons maintenant que le gérant prenne deux décisions :

- il modifie l'allocation tactique en sous-pondérant les actions (de 50 à 40 %) et en surpondérant les obligations (de 50 à 60 %) ;

- compte tenu de ses choix de valeurs, les rendements des classes actions et obligations seront respectivement de 9 et 8 %.

L'impact de ces décisions « actives » lui coûte 0,30 % de performance négative (voir tableau 3 ci-dessous).

La littérature académique en finance a cherché à estimer le pourcentage de la performance que l'on peut attribuer à chacune des trois étapes du processus de gestion.

Les résultats de la littérature académique

De nombreuses documentations commerciales comportent l'affirmation selon laquelle « 80 ou 90 % de la performance proviennent de l'allocation d'actifs ». Cet argument repose sur une interprétation de deux études académiques effectuées aux Etats-Unis, dont il faut bien cerner les limites.

En 1986, Brinson, Hood et Beebower cherchent à mesurer les déterminants de la performance d'un portefeuille. Pour cela, ils comparent les rendements trimestriels de quatre-vingt-onze fonds de pension américains avec le rendement de leur benchmark de référence sur la période 1974-1983. Les rendements sont décomposés sur la base d'une matrice illustrée dans l'encadré de la page suivante, afin de distinguer la part qui provient de la gestion passive de celle qui provient de la gestion active. La gestion passive correspond au benchmark de référence et la gestion active traduit les conséquences des décisions tactiques et du choix des valeurs.

Dans un premier temps, Brinson, Hood et Beebower parviennent à déterminer que 93,6 % de la performance moyenne des fonds de pension peuvent être attribués aux

Tableau 3

Illustration de l'impact de la gestion active

		Actions	Obligations	Portefeuille
Allocation	stratégique	60 %	40 %	100 %
	tactique	50 %	50 %	100 %
Rendements	benchmark	10 %	7 %	8,80 %
	réel	9 %	8 %	8,50 %
Impact de la gestion active =				- 0,30 %

Etudes | Gestion d'actifs

Interview

Comment expliquez-vous le succès actuel de la gestion flexible ?

Ce type de gestion correspond à la demande des investisseurs finaux qui souhaitent investir sur le marché action avec un « pilote dans l'avion », car sur les vingt-deux dernières années, nous avons connu six krachs boursiers. Il s'agit d'une solution d'investissement qui prend en compte la météo des marchés financiers et qui remet les préoccupations du client au centre du produit. Grâce à sa réactivité, la gestion flexible confère donc à l'investisseur une certaine tranquillité.

Quelle part du portefeuille doit être consacrée à la gestion flexible ?

Aujourd'hui, il faut considérer cette gestion comme un socle pour tout investisseur. Je pense qu'un portefeuille global doit comprendre jusqu'à 25 ou 30 % de solutions flexibles, dans la mesure où il convient de ne pas se priver des performances qu'offrent d'autres produits d'investissement.



LOUIS BERT,
gérant du fonds Dorval Convictions
de Dorval Finance

Quelles sont les caractéristiques de votre fonds, Dorval Convictions ?

Notre fonds est particulièrement visible car nous pouvons aller de 0 à 100 % en actions de la zone euro, via des titres vifs, et le solde de notre portefeuille est en produits monétaires. Nous évitons donc toute stratégie complexe. Notre réflexion est menée en quatre temps : d'abord sur une analyse macroéconomique, puis sur une analyse microéconomique. Ensuite, nous observons les dynamiques de flux des marchés et les résultats des entreprises. Et enfin : la valorisation de ces actifs. Pour le choix des valeurs, nous opérons selon une stratégie de *stock picking* en regardant notamment le couple rendement/risque des différentes thématiques d'investissement, les tailles de capitalisation... Notre fonds est également disponible dans une version PEA.

Propos recueillis par Benoît Descamps

La gestion flexible
remet les
préoccupations
du client au centre
du produit

rendements des classes sur lesquelles ils sont investis. Dans un second temps, la même étude est répliquée (*Brinson, Singer et Beebower, 1991*) sur un échantillon de quatre-vingt-deux fonds de pension, en considérant la période 1977-1987. Le résultat est similaire : 91,5 % de la performance moyenne peuvent être attribués au rendement des classes d'actifs.

On en déduit que la principale explication de la performance d'un portefeuille provient de la composante « passive » représentée par les classes d'actifs sur lesquelles le portefeuille est investi. C'est ainsi que les fonds ayant fait le choix des actions françaises ont enregistré une meilleure performance que ceux ayant opté pour des actions américaines. Ce constat souligne que le rendement moyen d'un portefeuille est très fortement lié aux choix d'investissement du gérant en termes de classes d'actifs. La variable représentée par le poids des actions sera donc un élément déterminant afin de maîtriser le profil de rendement du portefeuille. C'est toute la logique sur laquelle s'appuie la gestion flexible.

En période de hausse des marchés, la composante actions sera renforcée et, en période de baisse, elle sera diminuée au profit de classes d'actifs non risquées. Cette stratégie s'apparente fortement à celle baptisée « assurance de portefeuille », où la composante risquée augmente grâce à un effet de levier quand les marchés progressent. En revanche, elle s'oppose à d'autres stratégies telles que l'investissement progressif, qui incitent à renforcer les achats d'actions en période de baisse.

En conclusion, la gestion flexible adapte son exposition aux actions pour profiter des périodes de hausse et protéger le capital lors des périodes de baisse. C'est cette technique qui permet de générer un profil de rendement asymétrique.

■ Les vrais atouts de la gestion flexible

Le fait que la gestion flexible soit, pour l'instant, plébiscitée par les professionnels est une évidence. La question

principale est de savoir si ce choix est effectué pour de bonnes raisons.

Une gestion déléguée ?

Pour certains conseillers financiers, la gestion flexible serait un moyen aisé d'échapper aux contraintes établies par la réglementation, telles que l'analyse préalable de l'aversion au risque des clients et le suivi de leur portefeuille. Effectivement, par construction, le fonds flexible adapte son allocation aux variations de la conjoncture économique mieux que ne pourrait le faire un conseiller financier. Cet argument, tout séduisant qu'il soit, se heurte cependant à la définition même de l'allocation >>>

La gestion flexible
permet de
générer un profil
de rendement
asymétrique.

Matrice de Brinson, Hood et Beebower (1986)

Cette matrice est appliquée à quatre-vingt-onze fonds de pension américains sur la période 1974-1983 (rendements trimestriels). Les chiffres en gras indiquent le pourcentage de la variation des rendements expliquée par le facteur considéré. Ainsi, le rendement moyen de l'allocation d'actifs des fonds a été de 10,11 % sur la période. Ce résultat est obtenu en appliquant le poids de chaque classe (actions ou obligations) à l'intérieur des fonds au rendement de cette classe mesuré par son indice de référence (S&P 500, Lehman Aggregate...). Il correspond à la partie passive du rendement. Les quadrants (II) et (III) mesurent les rendements des deux aspects de la gestion active : allocation tactique et sélection des valeurs.

(IV) Rendement réel du portefeuille = 9,01 % 100 %	(II) Rendement de l'allocation tactique = 9,44 % 95,3 %
(III) Rendement du choix des valeurs = 9,75 % 97,8 %	(I) Rendement de l'allocation d'actifs = 10,11 % 93,6 %

Impact de l'allocation tactique = (II) - (I) = 9,44 % - 10,11 % = - 0,66 %
Impact de la sélection des valeurs = (III) - (I) = 9,75 % - 10,11 % = - 0,36 %
Impact des autres composantes = (IV) - (III) - (II) + (I) = 9,01 % - 9,75 % - 9,44 % + 10,11 % = - 0,07 %
Impact total de la gestion active : - 1,10 %

Source : Brinson, Hood et Beebower (1986)



Etudes | Gestion d'actifs

Interview

Comment expliquez-vous le succès actuel de la gestion flexible ?

Dans les années 1980 et 1990, les marchés financiers étaient visibles : sur le long terme, la performance des actions était supérieure à celle des obligations, qui était supérieure à celle des produits monétaires... Dès lors, en fonction de l'horizon de placement, l'allocation d'actifs était très facilement adaptable. Aujourd'hui, l'économie et les marchés ont bien changé. Les tendances ne sont plus évidentes. Il convient ainsi de s'adresser à des spécialistes de l'allocation d'actifs, qui détectent les solutions d'investissement les plus prometteuses sur le court terme.

Quelle part du portefeuille doit être consacrée à la gestion flexible ?

Je dirais entre 20 et 40 % selon les spécificités de chacun. Il est nécessaire de conserver une bonne diversification de son portefeuille.



JEAN-MARIE MERCADAL,
gérant d'OFI Palmarès Flex
d'Ofi Asset Management

Quelles sont les caractéristiques de votre fonds, Ofi Palmarès Flex ?

Nous opérons sur une démarche *top/down* en identifiant les grandes tendances des marchés et en définissant chaque trimestre un scénario à douze mois sur les

Un portefeuille doit être composé de 20 à 40 % de fonds flexibles

différentes classes d'actifs (taux, actions, devises...), via un comité d'allocation d'actifs qui réunit les patrons de gestion du groupe. Ensuite, nous ajustons nos positions quotidiennement.

De plus, dans le cadre de notre multigestion, nous sélectionnons les spécialistes sur chacune des zones géographiques. Ainsi, nous jouons à la fois sur le bêta, c'est-à-dire l'allocation d'actifs pure, et l'alpha des gérants, c'est-à-dire leur capacité à surperformer les marchés. Notre valeur ajoutée consiste donc à proposer une offre de gestion internationale.

Propos recueillis par Benoît Descamps

L'allocation d'actifs est un facteur primordial afin de remplir les objectifs patrimoniaux que le client a assignés à son conseiller.

>>> d'actifs pour un client. Celle-ci doit se fonder principalement sur des éléments propres à la situation, au profil et aux objectifs de ce client. Ainsi, un client dont la contrainte de liquidité est forte ne peut pas investir de manière trop importante sur des actions, même si sa tolérance au risque est élevée. A l'opposé, un client qui exige un niveau de rendement très important pour remplir ses objectifs ne pourra faire l'économie d'un investissement en actions.

Il est donc primordial de construire un portefeuille personnalisé à l'intérieur duquel la gestion flexible pourra tenir toute sa place.

Des rendements asymétriques

L'analyse des rendements d'un fonds flexible (voir graphique 3 ci-dessous) montre les particularités suivantes :

- le gain moyen correspond à un pourcentage du gain d'un indice action ;

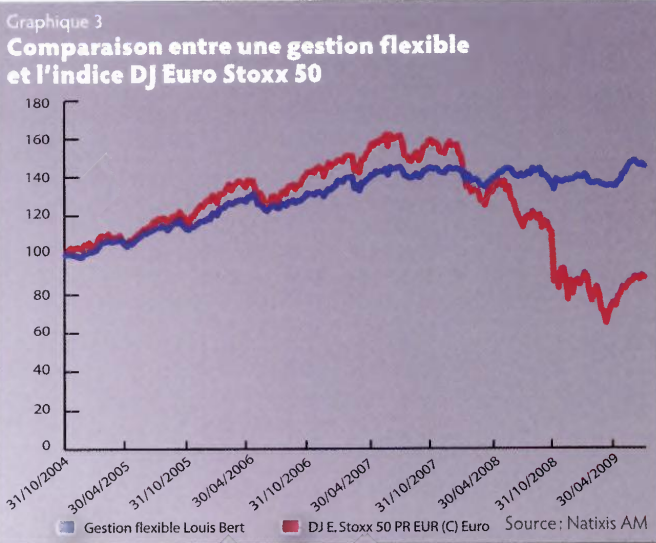
- le niveau de perte moyen est nettement mieux maîtrisé que celui des actions.

Les fonds flexibles présentent donc une distribution des rendements asymétrique, à l'instar d'autres formes d'investissement, telles que les *hedge funds* ou encore les produits structurés. De ce fait, leur présence est tout à fait justifiée au sein d'un portefeuille, afin d'améliorer le couple rentabilité/risque.

Conclusion

L'apparition et le développement de la gestion flexible sont la confirmation du rôle prépondérant tenu par l'allocation d'actifs dans le processus de gestion. Les conseillers financiers, dont la réglementation professionnelle est en voie de modification (consulter, à ce sujet, le deuxième rapport Delétré), doivent en tirer des enseignements dans leur approche du client. Chaque allocation d'actifs est différente parce que chaque client est différent. C'est la raison élémentaire pour laquelle un fond flexible ne peut pas représenter l'intégralité du portefeuille d'un client. Cependant, compte tenu de ses particularités relatives au couple rentabilité/risque, la gestion flexible a toute sa place pour optimiser ce portefeuille. La principale leçon à tirer du développement de cette gestion est que l'allocation d'actifs est un facteur primordial afin de remplir les objectifs patrimoniaux (revenus, épargne, transmission...) que le client a assignés à son conseiller. A ce titre, elle doit faire l'objet d'une attention soutenue et d'une adaptation régulière.

Daniel Haguet,
professeur de finance, EDHEC Business School



Références :

- Brinson Gary P., Hood L. Randolph et Beebower Gilbert L., « Determinants of Portfolio Performance », *Financial Analyst Journal*, July-August 1986.
- Brinson Gary P., Singer Brian D. et Beebower Gilbert L., « Determinants of Portfolio Performance II: An Update », *Financial Analyst Journal*, May-June 1991.