

Le monde de l'investissement après 60-40

Jean Turmel

Congrès de l'ASDEQ 2006

Depuis maintes années, l'industrie de la gestion de portefeuille considère que l'allocation d'actifs est responsable de 90 % des rendements d'un fonds.

60 % Actions et 40 % Obligations est la norme chez la plupart des gestionnaires traditionnels canadiens. Dans ce monde, la gestion des risques consiste surtout à s'assurer que la performance du gestionnaire ne dévie pas trop de son indice de référence. Le rôle du gestionnaire est donc secondaire : On dit qu'ils sont « quasi indexés » et ils sont rémunérés en conséquence.

Nous devons aussi nous rendre compte que la diversification que nous recherchons par l'ajout d'obligations au portefeuille, n'est pas suffisante. Les deux classes d'actifs sont toutes les deux influencées dans le même sens : par l'inflation et par les taux d'intérêts.

Cette non diversification devient peu intéressante puisque, selon les rendements historiques, elle vient diminuer la performance, sans réduire la volatilité et sans réduire le risque.

En théorie, un fonds investi à 100 % en actions, aurait le meilleur rendement à long terme. Les fonds de pension pourraient se permettre ce risque, mais pas le promoteur du fonds. D'où la recherche de classes d'actifs, ayant des rendements supérieurs aux obligations, avec une volatilité semblable et une corrélation faible avec les actions.

Deux de ces classes : « Private Equity et Real Estate » ont, selon moi, une certaine valeur du point de vue de la diversification, malgré qu'elles soient soumises aux mêmes facteurs que les actions : Inflation et Taux d'intérêt, et ont une corrélation volatile avec les actions. Aussi la volatilité de leur performance est plus grande qu'il n'y paraît. Par contre dans ces deux classes, le gestionnaire peut faire une énorme différence. C'est une source d'Alpha qui peut être très intéressante

Il y a aussi les placements dans les infrastructures, qui sont des instruments de très longue durée, avec une excellente protection contre l'inflation, tout en étant moins cycliques que l'immobilier. Ils s'apparentent aux obligations à rendement réel.

Bien sûr, nous y venons, il y a les fonds de couverture (« Hedge Fund »). La très grande diversité des styles dans ce secteur est un plus et un moins.

Un moins, comme pour les placements en infrastructure, la sélection des gestionnaires est très importante, difficile et demande beaucoup de ressources que seulement les grands fonds de placement peuvent se permettre.

Un plus, puisque avec une bonne vérification diligente l'on peut découvrir les gestionnaires qui nous conviennent et qui nous apportent la diversification, les rendements / risques et la corrélation recherchée.

Ce que nous recherchons vraiment, c'est un rendement semblable à celui des actions, avec une volatilité moindre que celle-ci et un biais de gestion de risque, qui fait que les rendements négatifs, même pour une assez courte période, sont peu probables.

Ce que cette classe d'actifs devrait nous apporter c'est un Alpha positif, non pas versus un indice de marché mais un alpha positif en absolu soit au dessus du « Libor » ou des « A.B. » ou d'un rendement actuariel espéré.

Mais l'Alpha à un prix : comme mon ami Bill Fung, professeur au London Business School et Co Fondateur de Pi Assets Management le dit si bien, « L'Alpha est ce pourquoi, vous êtes prêt à payer 2 et 20 pour l'obtenir ».

C'est la partie du retour sur investissement que vous ne pouvez pas obtenir facilement. Cette quête d'Alpha on la trouve à un faible degré chez les gestionnaires traditionnels, mais à un très fort degré chez les gestionnaires de fonds de couverture.

Faisons une pose pour tenter de différencier le gestionnaire relatif du gestionnaire absolu.

À partir du 60-40, le gestionnaire classique tente de diminuer le plus possible son erreur de calquage et de faire mieux que son indice de référence. Sa gestion du risque s'arrête là. Le Bêta du marché n'est pas son risque. Sa mission est « faire mieux que son indice, qu'il soit positif ou négatif ». Pour ce service, les investisseurs payent $\frac{1}{4}$ de 1% soit, 15 cens de plus que pour la gestion indicielle.

À ce prix, le gestionnaire doit gérer de très gros montants pour avoir une certaine rentabilité. Il ne veut pas non plus prendre de grands risques, relatifs à son indice, puisqu'il a peu de « Up » et beaucoup de « Down » à le faire.

Le gestionnaire de Hedge Fund pour sa part, travaille dans une maison où le risque est formulé de façon plus contemporaine. Il aura vraisemblablement un quota de risque absolu, une discipline de prise de perte et une cible de

rendement de 1 à 1.50 % par mois au dessus du coût des fonds ou du Libor. Le risque de marche est son risque.

Pour ce genre de gestion, le marché paie 2% des actifs + 20% de l'Alpha ou une tarification similaire. Comme vous pouvez le constater une très grande différence de coût.

Maintenant j'aimerais aborder avec vous les conséquences de cette évolution vers de nouvelles classes d'actifs, sur l'industrie de la gestion de fonds.

Monsieur Therrien pour sa part, élaborera sur les conséquences de cette multiplication des classes d'actifs, sur les fonds d'investissements eux- mêmes.

Revenons donc aux conséquences de cette évolution. Le premier effet de ces changements, sur l'industrie, est une diminution sensible des mandats de gestion relative.

Toute chose étant égale, les revenus des gestionnaires traditionnels vont diminuer puisque les montants gérés et les revenus de gestion par 100 k d'actifs diminuent. En effet, dans le contexte de la diminution de la répartition de leurs actifs en gestion alternative, les fonds ont tendance à aller vers la gestion indicielle pour la partie Bêta de leur portefeuille, d'autant plus que les dérivés augmentent l'efficacité de cette gestion.

Autre phénomène, l'exode de talents de la gestion traditionnelle vers la gestion alternative. Facile de comprendre pourquoi ! Malgré que dans les bonnes firmes, le gestionnaire de Hedge Fund est plus encadré que dans les firmes de gestion traditionnelle, le travail de Hedge Fund, pour ceux qui ont le goût du risque, est beaucoup plus intéressant que le travail de gestion relative et drôlement plus payant. Moins de talent, égale moins de valeur ajouté pour le traditionnel.

Aussi on devrait avec le temps, à mesure que les montants sous gestion augmentent dans les Hedge Funds, et que le nombre de gestionnaires croît, assister à une diminution du coût de ce type de gestion.

Cette migration vers les Hedge Funds devrait aussi contribuer à la diminution de la variabilité à court terme des marchés. D'ailleurs nous assistons déjà à ce phénomène puisque la volatilité des marchés est à un bas historique. Nous voyons aussi une diminution de l'efficacité des marchés et arriverons plus souvent, à des évaluations extrêmes ce qui provoquera, probablement, des corrections importantes plus fréquentes.

Par contre, les conséquences de ces corrections sur l'économie seront moins importantes que dans le passé, puisque les risques sont répartis sur plus de

participants et que ces participants ont eux-mêmes des portefeuilles de risque plus diversifiés qu'antérieurement.

Avec l'augmentation de la popularité des fonds « Hedge », il est probable que l'horizon de temps des investisseurs va diminuer encore. Puisque ces fonds offrent une faible volatilité à court terme et des rendements positifs, il deviendra de plus en plus difficile aux gestionnaires traditionnels de justifier de longues périodes de sous performance.

Les consultants en recherche de gestionnaires et les bureaux d'actuaire ne s'en plaindront pas. Nous assisterons à une plus grande rotation de gestionnaires, ce qui, à mon avis, étant naturellement contrariant, n'est pas nécessairement un heureux développement !

Autre développement probable, c'est l'élargissement de l'écart entre les meilleurs gestionnaires et les mauvais gestionnaires, autant du côté de la gestion relative que de la gestion absolue. La compétition étant augmentée, la réaction naturelle est de prendre des risques plus grands, relatif à son mandat. Résultant bien sûr, à une plus grande dispersion des résultats.

Nous verrons plus de faillites du côté des Fonds Hedge et plus de fermetures de firmes de gestionnaires traditionnels. Aussi comme il est plus difficile à un gestionnaire de fonds de couverture de gérer avec succès de gros montants, il faut s'attendre à une forte création de boutiques spécialisées dans ce secteur.

Hé oui, il en résultera une plus grande réglementation de l'industrie de la gestion de fonds ! Il faut être d'accord avec la réglementation mais il faut insister sur le dosage adéquat de ces règlements. À mon avis, une réglementation basée sur des principes, est de loin préférable à une réglementation basée sur des règles. On peut toujours contourner une règle spécifique, mais il est plus difficile d'ignorer un principe. Une réglementation basée sur des principes, favorise et facilite l'innovation, alors que les règles la décourage et la retarde. Les innovations adoptées par les fonds Hedge n'auraient peut-être pas été possible si ceux-ci avaient été fortement réglementés !

Quels sont les facteurs qui favoriseront le succès des gestionnaires dans le futur ?

Les gestionnaires traditionnels se devront d'être beaucoup plus alertes aux risques qu'ils prennent vis à vis leur indice. Les gestionnaires Bêta qui auront les

meilleurs chances d'obtenir des mandats sont ceux qui pourront excéder le rendement de leur indice en prenant peu de risque.

Les budgets de risques deviennent de plus en plus populaires chez les grands fonds de placements. Le gestionnaire traditionnel de demain devra être à même de bien comprendre ce que cela veut dire et comment il doit ajuster son style pour rencontrer les attentes de son client ou de son employeur.

Pour ce faire, la firme de gestion traditionnelle devra avoir à sa disposition des équipes de gestion de risque qui viendront prêter leur support aux gestionnaires. Les membres de ces équipes devront avoir de très bonnes connaissances en méthodes quantitatives et en modélisation.

Leurs tâches seront surtout internes mais ils seront souvent appelés à aider les clients à établir le niveau de risque qu'ils peuvent prendre, en fonction de leurs contraintes.

Il est bon, je pense, de rappeler ici que la gestion de risque n'est pas d'établir quel niveau de déviation à la norme 60-40 le fonds peut prendre. L'établissement du risque est avant tout, l'étude approfondie du passif à appairer ou des cibles de volatilité et de rendement à atteindre. Cette connaissance est essentielle pour déterminer le niveau de risque du portefeuille optimum. C'est notre budget !

De ce budget globale, le fonds fera des allocations de quota de risque chez des gestionnaires qui connaissent et qui suivent leurs risques et qui ont démontré un bon rapport risque/rendement.

Le gestionnaire Bêta compétitionne avec le gestionnaire Alpha. Dans le monde sophistiqué d'aujourd'hui, cette compétition se retrouve au niveau du rendement par unités de risque.

Quelles sont les qualités recherchées chez le gestionnaire alternatif ?

Avant de donner un mandat **important** à un gestionnaire Alpha, un investisseur voudra faire une vérification diligente qui portera sur les points suivants :

Rapport risque /rendement bien sur ! Mais quoi encore !

La gestion de risque est probablement le facteur le plus important avec la transparence. Le gestionnaire Alpha, qui aura du succès à long terme, a une

équipe compétente de support : risque, « back office » et contrôle, qui est complètement indépendante du ou des gestionnaires.

Son style doit être clair et bien articulé, il doit avoir un plan de match. Il est focalisé sur son travail. On n'est pas gestionnaire de Hedge fund par chance.

L'expertise et le style du ou des gestionnaires a été démontrés auparavant et sont acceptables à l'investisseur. Cependant, plusieurs grands fonds donnent de **petits** mandats à des gestionnaires émergents.

Les montants sous gestions doivent être raisonnables ; assez élevés pour permettre à la firme d'être profitable mais pas trop gros pour ne pas diminuer la flexibilité 150 a 200 millions par employé gestionnaire-analyste semble raisonnable.

Le ou les gestionnaires devraient de préférence avoir une grande proportion de leur actif net liquide investie dans son/leur fonds

Et finalement, mais très très important, quel est le degré de transparence du fonds. Comment et avec quelle rapidité pouvons nous accéder au portefeuille ? Qui sont le ou les « prime brokers », les auditeurs et le fiduciaire ?

Le gestionnaire de Hedge Fund ne peut se permettre d'être négligent sur aucun de ces points. Il en va de sa prospérité et de sa performance.

Voilà qui conclue mon survol de la gestion de portefeuille de l'époque 60-40 à l'époque budget de risque et rapport rendement/risque.

Je cède maintenant la parole à Monsieur Mario Therrien qui nous parlera de son expérience -client.

Merci !