

En 500 avant Jésus-Christ, le stratège militaire chinois Sun Tzu écrivait dans l'Art de la Guerre : 'Généralement, celui qui occupe le champ de bataille le premier et attend son ennemi a l'esprit tranquille ; celui qui arrive en retard et rejoint la bataille à la hâte est épuisé. C'est pourquoi, celui qui est doué dans l'art de la guerre attire l'ennemi sur le champ de bataille et non l'inverse'. Comme pour un général en campagne, l'investisseur qui veut gérer son portefeuille d'actifs financiers de manière avisée doit établir des plans à long terme et être prêt à faire face aux imprévus des marchés en prenant des initiatives.

Pour investir son capital de manière judicieuse, la règle de base est relativement simple : il s'agit de diversifier son portefeuille d'actifs financiers de manière à obtenir la meilleure relation return/risque prospective répondant à ses besoins de liquidité. Ceux-ci devront s'évaluer dans le temps : **ai-je besoin (d'une partie) de mon capital investi à un horizon relativement court ou puis-je attendre la liquidation (d'une partie) de mon capital investi à un horizon plus lointain ?** Dans le premier cas, il faudra éviter de concentrer les risques de son portefeuille dans des actifs trop volatils. Dans le second cas, il sera raisonnable d'investir une partie de son portefeuille dans des actifs plus risqués, de manière à compenser l'érosion du capital inhérente au temps. Ce coût d'opportunité (perte de pouvoir d'achat) est souvent oublié après une période de forte désinflation.

La valeur d'un actif financier évolue notamment en fonction du capital disponible, du temps, du niveau des taux d'intérêt réels, de la croissance économique et de l'inflation. Comme le destin de tout actif financier est d'être un jour liquidé en faveur d'un autre actif financier ou d'être consommé, il est logique que ce risque de liquidité futur soit valorisé sur les marchés financiers (c'est ce qu'on appelle communément la 'prime de risque'). Le principe de la diversification suggère d'équilibrer différentes catégories d'actifs financiers au sein d'un portefeuille de sorte à optimiser le return/risque de l'ensemble par rapport au return/risque de chaque actif pris séparément. La sagesse populaire traduit ce principe dans l'adage **'Ne mettez pas tous vos œufs dans le même panier'**.

Pour optimiser la valeur future d'un portefeuille, la stratégie d'investissement à mettre en œuvre reposera sur une bonne analyse fondamentale ; celle-ci servira de cadre de référence pour l'allocation stratégique des actifs. Par ailleurs, l'analyse de séries statistiques historiques et l'utilisation de modèles quantitatifs aideront à extrapoler de manière réaliste le comportement attendu des actifs financiers et donc du portefeuille constitué. Enfin, comme les marchés financiers sont en constante mutation, une bonne capacité d'adaptation devra être développée en cours de vie du portefeuille; c'est ce que l'on appelle l'"allocation tactique" des actifs. Cette partie du processus d'investissement a pour objectif de dévier volontairement et temporairement de l'allocation stratégique afin de profiter d'anomalies décelées dans les marchés.

Généralement, le profane aura recours aux conseils des experts. Mais attention, pour éviter les déconvenues, il vaut mieux éviter de suivre aveuglément les tendances du moment sans une bonne dose de critique. Ne dit-on pas qu'il existe deux types d'économistes (stratèges) : ceux qui sont incapables de faire des prévisions correctes et ceux qui sont conscients de ne pas pouvoir faire des prévisions correctes ? Une décision prise à contre-courant s'avère d'ailleurs souvent plus profitable qu'une décision prise dans la tendance. Rappelons nous l'éclatement de la bulle financière de la fin des années nonante. **Rigueur, discipline, créativité et humilité sont dès lors des caractéristiques importantes pour envisager une gestion de portefeuille performante.**

Imaginez que vous êtes l'entraîneur d'une équipe de football à la veille du mondial allemand. Pour faire bonne figure sur la durée de vie du tournoi, vous constituez une équipe de base avec un gardien de but, des défenseurs, des médians et des attaquants. Vous prévoyez également une réserve de remplaçants pour pallier aux imprévus rencontrés en cours de match. La mise en place de votre équipe initiale de onze joueurs constitue votre 'allocation stratégique', qui doit vous permettre d'atteindre les objectifs ultimes que vous vous êtes fixés (par exemple, figurer dans le top 3 à l'issue de la compétition). Imaginez également que les défenseurs composent la partie obligatoire de votre portefeuille, que les médians en représentent la partie actions, que les attaquants correspondent à la partie investie en instruments alternatifs (hedge funds, immobilier, matières premières, etc.) et que le gardien de but constitue votre matelas de liquidités.

Tant que les résultats de votre équipe sont en ligne avec vos objectifs, vous ne changez pas la constitution de votre onze de base (vous adoptez une stratégie de 'buy and hold'). Lorsqu'au cours d'un match, vous menez au score, vous pouvez décider de préserver le résultat en retirant un médian au profit d'un défenseur (vous prenez du

bénéfice). Au cours d'un autre match, vous pouvez être mené au score et vous décidez dans ce cas d'introduire un médian ou un attaquant à la place d'un défenseur (vous dynamisez votre portefeuille). En cas de blessure d'un joueur en cours de match, vous pouvez procéder à un remplacement dans le même compartiment de jeu (vous arbitrez vos valeurs en portefeuille). En tout état de cause, il sera rare de vous passer de gardien de but (c'est votre réserve de liquidités). Les changements de composition d'équipe en cours de match constituent tous des opportunités de réallocation tactique des actifs au sein de votre portefeuille.

En guise de conclusion, je souhaite vous soumettre quelques petites idées tirées de notre pratique des marchés financiers.

- L'allocation stratégique des actifs est une étape cruciale : on estime que le choix du profil de return/risque d'un portefeuille détermine environ 70% de sa variabilité tandis que le choix des déviations temporaires entre catégories d'actifs détermine environ 20% de sa variabilité ; le choix des instruments individuels (actions, obligations, immobilier,...) détermine les 10% restant.
- Plus le portefeuille se constitue tôt et plus son horizon de placement est long, plus l'allocation stratégique en actifs risqués se justifie (et inversement).
- Les (portefeuilles d') actions surperforment statistiquement les (portefeuilles d') obligations sur des périodes de 5 ans. Cependant, des périodes de returns boursiers négatifs de plus de 15 ans existent (guerres, dépressions,...).
- Les returns des actifs financiers au cours des 20 dernières années ont été anormalement élevés (influence très manifeste de la chute des taux d'intérêt dans un environnement désinflationniste). Une répétition de ce contexte dans les années à venir est très improbable.
- L'investissement en actions dans un seul pays (ou une seule zone géographique) est relativement risqué. De plus, les Etats-Unis et l'Europe sont des marchés d'actions très corrélés entre eux, ce qui n'est par contre pas le cas avec le Japon et les marchés émergents.
- Le bon 'stock-picking' est très rémunérateur mais le talent en la matière n'est pas uniforme et souvent peu constant dans le temps.
- Des stratégies obligataires diversifiées (crédits, high yield, inflation-linked, EMD,...) améliorent sensiblement le profil de return/risque d'un portefeuille obligataire.
- La combinaison de stratégies d'investissement 'top-down' (prépondérance des facteurs macroéconomiques dans le processus d'investissement), 'bottom-up' (prépondérance des facteurs microéconomiques) et quantitatives (prépondérance de modèles) apporte de la valeur ajoutée dans la gestion de portefeuille.

Alexandre Deveen

Processus simplifié de la stratégie et de la tactique de gestion de portefeuille

