



- 41 Les vertus des approches de long terme**  
Par Jean-François Boulrier, président d'honneur de l'Af2i
- 42 « Le rééquilibrage stratégique peut réduire significativement les pertes sur actions »**  
Par Tuba Raqshan
- 44 Pourquoi l'investissement défensif est intéressant lorsque les marchés actions sont vulnérables ?**  
Par Tuba Raqshan

## LES VERTUS DES APPROCHES DE LONG TERME

PAR JEAN-FRANÇOIS BOULIER,  
PRÉSIDENT D'HONNEUR DE L'Af2i\*



Le propre d'une démarche académique est d'interroger les croyances ou les usages afin d'en contrôler la pertinence et l'efficacité. Ceci peut conduire d'ailleurs à remettre en cause certaines hypothèses longtemps promues par d'autres chercheurs, par conviction, par suivisme ou par facilité. Reformuler et rénover les cadres de pensée est donc un exercice permanent et d'ailleurs salutaire. Plusieurs travaux récents et remarquables, ont ainsi analysé des sujets clés pour les investisseurs institutionnels. Deux articles ont notamment été récompensés par l'Af2i. Le premier de ces articles analyse l'efficacité du rééquilibrage du portefeuille et montre qu'à être trop systématique, le gestionnaire perd en coût de transactions et ne bénéficie pas d'une certaine inertie des tendances à court terme. Le deuxième revisite, pour la part investie en actions, les vertus et limites de l'investissement dans des valeurs de qualité, «low risk».

### ► La question du rééquilibrage

Dans le premier article intitulé «Strategic Rebalancing», Sandy Rattray, Nick Granger, Campbell R. Harvey and Otto Van Hemert, analysent empiriquement l'efficacité du rééquilibrage des portefeuilles autour d'une composition de référence (rebalancing). Il est bien connu que les poids des actifs composant un portefeuille évoluent avec les prix et leurs trajectoires. Les poids des actifs qui enregistrent une performance positive augmentent alors que les poids des actifs qui enregistrent des rentabilités négatives diminuent. Le gérant de portefeuille doit donc régulièrement rééquilibrer (rebalancer) ses paris, pour conserver une allocation en ligne avec l'allocation stratégique. En particulier, les auteurs montrent qu'un portefeuille rééquilibré mécaniquement tend à enregistrer des performances inférieures à celles d'un portefeuille non rééquilibré lorsque l'un des actifs sous-performe durablement. L'article montre qu'il est préférable d'adopter une stratégie de rééquilibrage sélective qui s'appuie sur des signaux de tendance. Leurs résultats prouvent qu'en choisissant une stratégie de rééquilibrage partiel qui ne corrige qu'une partie des déséquilibres observés, le gérant profite conjointement d'un effet suivi de tendance et d'une économie en termes de coût de transaction.

Le deuxième article intitulé « Facts and Fictions about Low-risk investing », Ron Alquist, Andrea Frazzini, Antti Ilmanen, Lasse Heje Pedersen étudient empiriquement l'investissement en actions à faible risque, basé sur des portefeuilles d'actions américaines, sur la période 1957-2019 ainsi que sur d'autres marchés. Leurs résultats confirment quatre points déjà relevés par d'autres chercheurs :

- 1. Les actions à faible risque surperforment les actions à haut risque sur longue période,
- 2. La prime de faible risque s'est renforcée depuis la publication des articles fondateurs,
- 3. Les stratégies de faible risque sont surperforment en termes ajustés du risque sur pratiquement toutes les géographies et à l'intérieur de toutes les classes d'actifs
- 4. La théorie économique permet d'expliquer cette prime

Il est heureux de constater que de nombreux chercheurs, et parmi eux de très brillants, remettent en cause les dogmes du CAPM (modèle d'évaluation des actifs financiers) et d'une approche trop simpliste des questions de gestion de portefeuille, comme de suivre aveuglément des indices de marché. Les progrès indéniables que ces approches simplistes, vieilles de plus de cinquante ans, ne doivent pas cacher leurs limites conceptuelles et les biais économiques qu'elles occasionnent, notamment en termes de coûts de transaction et de performance. Il est vrai que se projeter dans l'avenir pour prévoir les rentabilités futures est un exercice périlleux, non dénué de risques. Mais ne rien chercher à prévoir s'avère pire si l'on comprend le message de ces différents articles. Ceci reste affaire de conviction car les preuves empiriques données par ces articles le sont sur un passé révolu, qui ne se répétera pas, du moins pas complètement. Trouver l'invariable dans le mouvement a été la quête décisive des génies de la mécanique, terrestre ou céleste. Tout change indubitablement aussi dans la sphère économique et financière, mais bien des facteurs à l'œuvre derrière ces changements restent remarquablement stables. Il paraît utile d'essayer de mieux les prendre en compte. ■

\* Association française des investisseurs institutionnels

## « LE RÉÉQUILIBRAGE STRATÉGIQUE PEUT RÉDUIRE SIGNIFICATIVEMENT LES PERTES SUR ACTIONS »

PROPOS RECUEILLIS PAR TUBA RAQSHAN

### Pourriez-vous nous présenter de façon synthétique votre article de recherche\* ? Qu'est-ce qui vous a incité à étudier un tel sujet ?

Il y a de nombreux concepts en finance que les gens croient comprendre alors qu'en fait ce n'est pas le cas. Le rééquilibrage fait partie de ces concepts-là. Actuellement, le rééquilibrage d'un portefeuille est effectué mécaniquement à la fin du mois, du trimestre ou de l'année, par la plupart des grands investisseurs. Notre recherche montre que nous pouvons améliorer le rééquilibrage mécanique en utilisant un simple signal et, compte tenu des données historiques disponibles, réduire par là même les pertes de façon considérable.

Notre publication de recherche a surpris de nombreux investisseurs car, premièrement, elle explique que le rééquilibrage mécanique est une stratégie active, et non passive. Deuxièmement, elle montre que le rééquilibrage introduit un risque supplémentaire dans les portefeuilles. Nous donnons ainsi de nombreux exemples montrant que, lors d'épisodes de fortes baisses des actions, une stratégie de rééquilibrage mécanique entraîne des pertes plus importantes que si l'on se contentait de suivre une stratégie de type « buy and hold » pendant cette même période.

### Pourquoi le rééquilibrage mécanique entraîne-t-il des pertes plus importantes ?

Lorsque le marché actions est en phase de baisse et que les performances sont très négatives, vous constatez que votre portefeuille, qui suit par exemple une stratégie 60 % actions / 40 % obligations, peut tomber à 50 / 50. Pour le rééquilibrer, vous devez alors acheter

plus d'actions alors que le marché est baissier et vendre des obligations qui, elles, se comportent bien. Étant donné que vous achetez des actions alors que le marché continue de baisser, votre perte globale en dollars est beaucoup plus importante que si vous ne procédiez pas à un rééquilibrage : au final, vous supportez une perte supérieure.

Dans notre article de recherche, nous passons en revue les différentes périodes de l'histoire où les marchés actions ont enregistré une baisse. Et nous montrons, de manière théorique et empirique, que la stratégie de rééquilibrage entraîne des baisses plus importantes en induisant une convexité négative. Mais considérons maintenant la situation opposée et préférée, à savoir lorsque le marché est en hausse : soit donc un marché haussier et une pondération des actions de votre portefeuille qui a augmenté à 70 / 30 (par rapport à une situation initiale de 60 / 40). Si vous rééquilibrez mécaniquement, vous vendez alors des actions dans un marché haussier, ce qui réduit votre propre hausse. Vous finissez ainsi par perdre aussi bien lorsque le marché est orienté à la hausse qu'à la baisse : c'est la convexité négative. Le rééquilibrage mécanique introduit donc une convexité négative, ce qu'il faut en fait éviter.

### Comment agir pour éviter ou limiter ces pertes ?

Nous avons exploré plusieurs voies. Tout d'abord, nous avons examiné les heuristiques courantes, à savoir le rééquilibrage partiel ou le « banding », où les portefeuilles sont rééquilibrés par phases. Nous avons toutefois constaté que leur valeur ajoutée était très limitée.

Nous avons également étudié plusieurs alternatives visant à contrer les pertes par l'ajout d'une allocation ou d'une stratégie « overlay » au portefeuille. Cependant, cela ne revenait qu'à nous attaquer au problème de la convexité négative induite par le rééquilibrage mécanique et ne résolvait en rien le problème.

Finalement, nous avons trouvé la solution en modifiant la règle de rééquilibrage. Le rééquilibrage mécanique est basé sur une période de temps particulière ; il n'utilise aucune autre information de marché que la date. Or, ce n'est pas une bonne stratégie d'investissement. Nous montrons que la prise en compte d'un plus grand nombre d'informations de marché pour prendre des décisions de rééquilibrage revêt un aspect stratégique.

### EN BREF

- Le rééquilibrage mécanique d'un portefeuille à une date donnée introduit une convexité négative
- Cette technique peut être améliorée en utilisant un signal de marché tel que les performances passées
- L'application d'un rééquilibrage stratégique induit alors une convexité positive
- Sous condition de faire preuve de persévérance



DR

## CAMPBELL R. HARVEY

Professeur de finance à la Fuqua School of Business de l'université de Duke et conseiller en stratégie d'investissement auprès de Man Group

Avant de procéder au rééquilibrage, nous attendons ainsi d'abord un signal de suivi de tendance, qui, fondamentalement, est une information provenant du marché. Si ce signal est négatif et que le marché devrait continuer de baisser, nous ne procédons pas au rééquilibrage. Il s'agit alors simplement d'intégrer les informations du marché et de prendre du recul pour décider si le moment est propice à un rééquilibrage ou non. En revanche, si le signal de suivi de tendance s'avère positif ou neutre, alors nous rééquilibrions. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle nous avons intitulé notre publication « rééquilibrage stratégique ».

### Comment définiriez-vous les signaux qui influencent les décisions de rééquilibrage ?

Dans le signal de suivi de tendance évoqué ci-dessus, nous nous sommes uniquement intéressés aux performances passées. Dans notre travail de recherche, nous avons ainsi considéré trois signaux simples : les performances du mois précédent, celles du trimestre précédent et celles de l'année précédente – ce qui revient en fait à passer d'un signal rapide et très réactif à un signal lent. Le signal utilisé n'a au fond pas d'importance, mais notre analyse de l'historique des données présente dans tous les cas un avantage.

Mettons, par exemple, que nous nous appuyons sur le signal du mois dernier. Le marché actions se porte mal et nous devons alors rééquilibrer le portefeuille qui, d'une situation 60 / 40, est passé à 50 / 50. Si la performance du mois précédent est négative, nous ne rééquilibrerons pas ce mois-ci. Si la performance devient en revanche légèrement positive le mois suivant, nous procédons alors au rééquilibrage. C'est assez simple à mettre en œuvre.

Pour les investisseurs, il s'agit là d'un point de départ. Il existe en effet des signaux de tendance beaucoup plus sophistiqués, ainsi que d'autres informations de marché qui peuvent elles aussi être exploitées pour prendre des décisions de rééquilibrage, comme l'évolution du niveau de volatilité. En somme, il existe de nombreuses pistes pour améliorer toujours davantage la performance.

### Quels effets vos recherches ont-elles sur les grands investisseurs ?

Notre recherche vise principalement à réduire les pertes, qui demeurent douloureuses même pour les investisseurs à long terme. Cette technique est utile pour de nombreux grands investisseurs qui ont peut-être déjà une allocation qui suit les tendances, mais qui doivent néanmoins supporter des périodes de baisse en raison du rééquilibrage mécanique. Il s'agit en fait d'une idée simple mais très efficace, et directement applicable à la gestion de portefeuille.

### Dans quelle mesure cette technique permet-elle de réduire les pertes ?

Pendant la crise financière mondiale, la baisse enregistrée par le marché actions a été supérieure à 20 %. Un rééquilibrage stratégique s'appuyant sur les performances du mois précédent (comme signal de tendance) a permis de réduire la perte de 4 points de pourcentage, et jusqu'à 5,6 points de pourcentage sur la base des performances des 12 mois précédents.

### Quel est le coût de la mise en œuvre de cette technique ? Y a-t-il une limite à son utilisation ?

L'application du rééquilibrage stratégique induit une convexité positive : cela ressemble à une stratégie « long call » et « long put ». Un tel choix pour la performance des actifs a donc généralement un coût (la prime d'option). Mais si vous utilisez une stratégie de suivi de tendance, il n'y a plus de coût explicite car vous vous appuyez simplement sur les performances passées pour prendre votre décision de rééquilibrage.

Le facteur déterminant pour la mise en œuvre de notre technique, c'est d'être en mesure de faire preuve de persévérance pendant les périodes de volatilité et de baisse. C'est là un élément important pour pouvoir utiliser valablement les informations, les performances passées permettant ici de présager de l'avenir. Cette technique est en effet très efficace pour réduire les pertes et orienter les performances à la hausse dans le cas d'un marché haussier ou baissier prolongé. Elle est en revanche moins efficace lorsque les marchés sont agités, comme ce fut le cas en octobre-novembre 1987, où les marchés ont baissé puis augmenté brutalement.

Après la publication de notre article, la pandémie de COVID-19 s'est déclarée, et le mois de mars 2020 a fourni en soi un test hors échantillon. Nous avons alors appliqué notre technique et constaté qu'elle fonctionnait plutôt bien. Nous nous sommes appuyés sur la performance du mois précédent, positive ou négative, pour déterminer si nous devions rééquilibrer ou non, ce qui a permis au final de réduire les pertes. Pendant la pandémie, la réduction des pertes n'a toutefois pas été très importante car la situation était assez semblable à celle de 1987 ; notre modèle a cependant été validé par ce test. ■

## POURQUOI L'INVESTISSEMENT DÉFENSIF EST INTÉRESSANT LORSQUE LES MARCHÉS ACTIONS SONT VULNÉRABLES ?

PROPOS RECUEILLIS PAR TUBA RAQSHAN

### **Pouvez-vous nous dire ce qui vous a poussé à étudier ce sujet ?**

La recherche du bon équilibre entre risque et rétribution se situe au cœur de la finance. Le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) théorise ainsi que, si vous prenez plus de risques, vous devez obtenir une prime plus importante. Et c'est en effet le cas pour les actions et les obligations. Cependant, si l'on entre dans le détail des marchés actions, et que l'on y considère les actions les plus risquées, celles-ci n'offrent pas une performance corrigée du risque à long terme plus élevée que celle des actions défensives ou « ennuyeuses ». Cette véritable énigme, telle que la pose la réalité, m'a incité, ainsi que les autres chercheurs avec lesquels je travaille\*, à me pencher sur la question.

Mes collègues Andrea Frazzini et Lasse Pedersen ont ainsi entamé des recherches en ce sens pendant la crise financière mondiale, en partie motivés par des recherches plus anciennes menées dans les années 1970 par Fischer Black, qui avait alors identifié ce principe. Lorsque mes collègues l'ont étudié de manière empirique, ils ont constaté que ce principe s'appliquait toujours à l'heure actuelle. Le solide historique de performance de ces stratégies à faible risque a montré qu'elles pourraient être valablement mises en œuvre dans le cadre de l'investissement factoriel, qui rencontre de plus en plus d'intérêt.

### **Quels ont été les principaux enseignements que vous en avez tirés ?**

Notre article évalue l'historique de performance positive des stratégies défensives ou à faible risque, tout en faisant un sort à de nombreux mythes et fausses idées.

Notre analyse confirme plusieurs faits concernant les performances des investissements à faible risque. Nous observons qu'elles sont généralement solides et hautement significatives même hors échantillon, qu'elles s'avèrent résilientes dans de nombreux pays et au sein de nombreuses classes d'actifs, qu'elles sont soutenues par une théorie économique valide et qu'elles peuvent devenir négatives lorsque le marché est baissier.

En outre, nous dissipons les mythes suivants, relatifs à l'investissement à faible risque : celui-ci offrirait des performances plus basses que d'autres primes de facteurs classiques, il consisterait essentiellement à parier sur des

secteurs similaires aux obligations, il serait sensible aux coûts de transaction et ne fonctionnerait que pour les petites capitalisations ; enfin, les actions à faible risque seraient devenues si chères que l'investissement à faible risque ne pourrait pas être performant.

Notre message général, c'est qu'aucune approche d'investissement ne peut garantir qu'elle sera toujours plus performante que le marché ou qu'une autre approche en particulier. Toute stratégie d'investissement peut avoir de mauvaises passes. Les investisseurs ont toutefois plus d'intérêt à s'en tenir à l'investissement défensif, car il ne s'agit pas seulement dans ce cas d'essayer de gagner de l'argent, mais aussi de réduire le risque lié aux portefeuilles.

### **Comment analysez-vous cette apparente incohérence par rapport au modèle MEDAF ?**

Cette incohérence empirique est en soi une énigme. Lorsque vous comparez des actions spéculatives à haut risque à des actions défensives, vous ne constatez pas de performances moyennes supérieures dans le cas où vous avez pris plus de risques. Nous avons observé cette tendance dans différents pays, y compris en France, où elle s'avère assez forte. En outre, les actions à faible risque ont également surperformé les actions spéculatives sur une perspective longue et hors échantillon, ce qui est tout à fait étonnant.

Comment expliquer cette incohérence ? Le MEDAF indique que la seule chose qui compte pour les performances espérées ou exigées des actions, c'est la présence du bêta. Dans la pratique, cependant, le bêta ne semble pas être si important pour les investisseurs. Les chercheurs qui ont tenté d'éclaircir ce mystère ont trouvé deux explications générales : les contraintes ou les aversions liées à l'effet de levier, et l'excitation qui se crée face à ce qui pourrait s'apparenter à une « loterie ». C'est ainsi que les investisseurs privilégient l'effet de levier intégré, inhérent aux actions spéculatives, et que nombre d'entre eux sont en outre stimulés par le caractère de « jeu de hasard » que présentent ces actions. Par conséquent, ils finissent par surpayer les actions spéculatives, ce qui se traduit par des performances décevantes à long terme et des performances corrigées du risque plus faibles.

D'autre part, les actions défensives, dont les cours sont raisonnables et les bénéficiaires stables, doivent être

\*Recherche co-écrite avec Ron Alquist, Andrea Frazzini et Lasse Heje Pedersen



DR

## ANTTI ILMANEN

Directeur et co-responsable mondial de solutions de portefeuille chez AQR Capital Management

affermies par un effet de levier supplémentaire, ce que de nombreux investisseurs préfèrent éviter ou bien ne sont pas en mesure de faire. L'aversion pour l'effet de levier et la préférence des investisseurs pour les actions ressemblant pour partie à une « loterie » semblent être des explications plausibles au phénomène ici observé pour l'investissement à faible risque.

### La stratégie d'investissement défensive donne-t-elle de bons résultats dans tous les secteurs ou se limite-t-elle à certains seulement ?

Les investisseurs ne sont pas à l'aise avec le fait que les actions à faible risque sont généralement celles des services aux collectivités, des biens de consommation de base ou d'autres secteurs où les actions des entreprises ont tendance à se comporter comme des obligations, avec des flux de trésorerie stables. Les investisseurs s'inquiètent de cette similarité avec les obligations car ils ont l'impression que les rendements obligataires, ayant baissé, vont recommencer à augmenter, et que les stratégies défensives vont par conséquent en pâtir. Pourtant, nous avons examiné l'ensemble des secteurs du marché actions et nous avons pu identifier une tendance à des rendements sûrs générés par les actions à faible risque, commune à tous les secteurs. En outre, ce type de stratégie est peu sensible aux obligations.

### L'investissement value présente une approche similaire à l'investissement à faible risque. Or, cette stratégie n'a pas donné de bons résultats récemment. Quelles en seraient les causes ?

L'investissement value et l'investissement à faible risque sont certes des approches systématiques, mais elles impliquent souvent des actions d'entreprise très différentes. Les actions les moins chères peuvent aussi être celles qui sont « ennuyeuses », bien que ce ne soit pas toujours le cas.

Au cours des dix dernières années, de nombreuses sociétés de croissance appartenaient au secteur des technologies, ou bien représentaient des valeurs de

disruption : ces valeurs sont de fait devenues très recherchées et leur coût très élevé. Dans certains cas, elles étaient également considérées comme des valeurs défensives. Sous l'effet de la forte performance et de l'attrait de ces actions, l'investissement à faible risque s'est relativement bien comporté, tandis que la performance de l'investissement value est restée inférieure aux attentes. Un retournement de situation s'est toutefois produit depuis environ un an, et les actions value ont repris de la vigueur.

Le principal enseignement à tirer pour les investisseurs, c'est que, si l'investissement factoriel a réalisé de bonnes performances pendant plusieurs décennies, des facteurs comme la value peuvent aussi traverser de longues périodes où la performance n'est plus à la hauteur des attentes.

### Quelles sont les applications pratiques de votre recherche, notamment pour les grands investisseurs institutionnels ?

Cette recherche a déjà incité les investisseurs à identifier les segments où ils seraient susceptibles d'obtenir des performances corrigées du risque, de manière stratégique comme tactique, supérieures à celles offertes par un portefeuille de marché. Les investisseurs institutionnels peuvent utiliser l'investissement à faible risque de deux manières. Tout d'abord, ils peuvent adopter une stratégie d'investissement à long terme en surpondérant les actions défensives, ce qui leur permet d'enregistrer la totalité de la prime d'émission tout en supportant un risque moindre. Une deuxième approche consiste à recourir à une stratégie « long-short », où les actions défensives ont un bêta de 0,5 et les actions spéculatives un bêta de 1,5. En achetant une plus grande quantité de titres défensifs qu'on ne vend de titres spéculatifs, on obtient en effet le même niveau de risque de marché à la fois du côté « long » et du côté « short » du portefeuille. Par conséquent, au final, le portefeuille concerné est neutre par rapport au marché, tout en profitant des performances corrigées du risque plus élevées qu'offrent les investissements à faible risque.

Ceci étant, l'investissement à faible risque n'est qu'un exemple d'investissement factoriel : il y en a bien évidemment d'autres. Nous conseillons aux investisseurs de recourir à ce style d'investissement en l'associant à d'autres stratégies. ■

## EN BREF

- Les actions les plus risquées du marché n'offrent pas les rendements attendus
- Les performances des actions défensives sont solides et hautement significatives
- Les investisseurs peuvent en profiter en ajustant leurs stratégies