
INVESTMENT INSIGHTS BLUE PAPER | AVRIL 2021

Allocation aux actifs réels et alternatifs : un cadre pour les investisseurs institutionnels

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Editorial



Matteo GERMANO
Responsable de la Gestion
diversifiée

Ces dix dernières années, les investisseurs institutionnels ont considérablement augmenté leur allocation aux actifs réels et alternatifs, tels que le capital-investissement, l'immobilier, les infrastructures et la dette privée, dans le but d'améliorer la performance ou le rendement attendu de leur portefeuille, et d'en accroître la diversification. L'intégration de ces actifs dans les portefeuilles pose un certain nombre de difficultés liées à leur liquidité limitée, à leur grande spécificité et à leur sensibilité à des risques qui ne sont pas pris en compte dans les cadres financiers traditionnels. Par conséquent, l'optimisation de portefeuille standard n'est pas adaptée aux portefeuilles combinant actifs classiques et alternatifs.

Pour résoudre ces problématiques, nous pensons qu'il est important d'adopter une approche associant des éléments quantitatifs et d'autres plus subjectifs dans la construction de portefeuille. Les investisseurs trouveront ainsi des réponses à leurs questions, notamment sur la façon de définir leur allocation à ces actifs. Il n'existe pas de solution toute faite en la matière, c'est pourquoi un travail de conseil spécifique est nécessaire pour comprendre comment intégrer au mieux les actifs réels et alternatifs dans l'allocation de chaque investisseur.



Viviana GISIMUNDO
Responsable des solutions
quantitatives

La première section de ce document vise à décrire les spécificités de ces actifs et les difficultés que posent leur analyse et leur modélisation en raison notamment de leur haut degré d'idiosyncrasie et du manque de benchmarks représentatifs largement acceptés, ce qui conduit à l'utilisation fréquente de proxies pour les représenter. Nous soulignons également qu'ils sont soumis à un biais du survivant, dont il faut tenir compte, tandis qu'un remplissage doit parfois être effectué pour pallier le manque de données. Une autre de leurs caractéristiques est que leur performance est souvent représentée par le TRI (taux de rendement interne) plutôt que par le rendement total pondéré en fonction du temps. Nous expliquons plus loin les différences entre ces deux mesures.

La deuxième section est axée sur la composante quantitative de notre cadre d'allocation d'actifs stratégique pour les portefeuilles comprenant des actifs réels et alternatifs ; celui-ci repose sur trois piliers principaux :

- une approche intégrée de la modélisation des actifs traditionnels et alternatifs basée sur des facteurs macroéconomiques et financiers ;
- une modélisation spécifique de la liquidité, en tant que caractéristique essentielle distinguant ces actifs de leurs homologues traditionnels ;
- une approche flexible de l'optimisation et de la construction de portefeuille mettant l'accent sur la perte attendue comme indicateur de risque recommandé pour les portefeuilles comprenant ces actifs.

Les modèles que nous avons mis au point en vue d'estimer les rendements du capital-investissement, de l'immobilier, des infrastructures et de la dette privée (décrits plus en détail dans notre document intitulé [Rendements annuels attendus](#)) peuvent être qualifiés de normatifs car ils proposent généralement une décomposition du rendement entre différentes variables macroéconomiques, telles que la croissance du PIB et l'inflation dans le cas de l'immobilier, à laquelle nous ajoutons une prime de risque. Ces modèles, ainsi qu'un modèle de liquidité capable de faire face aux événements de queues de distribution (auxquels ces actifs peuvent être particulièrement sensibles), ont été intégrés dans notre plateforme CASM (Cascade Asset Simulation Model) afin de garantir une approche cohérente lors de la conception de l'allocation d'un portefeuille multi-actifs. Dans le même temps, ceux-ci ne tiennent pas compte de la valeur ajoutée potentielle des spécialistes des actifs alternatifs dans le cadre de la sélection et de la gestion de ces actifs, ni de la très forte dispersion des rendements entre les différents actifs alternatifs, mais ils sont nécessaires pour définir l'allocation d'actifs stratégique (AAS) d'un portefeuille multi-actifs. Nous montrons également ici que le processus d'optimisation des portefeuilles intégrant ces actifs doit se concentrer sur la perte attendue comme indicateur de risque, ce qui conduit à des allocations plus diversifiées que lors de l'application de l'optimisation moyenne-variance traditionnelle.

La troisième section présente les éléments qualitatifs qui devraient être intégrés dans le processus d'allocation, ainsi qu'un certain nombre de recommandations pratiques à l'intention des investisseurs envisageant une allocation à ces actifs.



Jung KIM
Analyste quantitatif
senior



Eric TAZÉ-BERNARD
Responsable du conseil en
allocation d'actifs

Nous sommes convaincus qu'une décision d'allocation aux actifs réels et alternatifs ne peut être basée sur un cadre purement quantitatif. L'approche que nous recommandons et qui est décrite dans cette section peut être qualifiée de pragmatique. L'allocation à ces actifs, en particulier, doit être adaptée aux objectifs de l'investisseur, à son horizon d'investissement et à son appétit pour le risque, et associée à une compréhension claire du risque de ces actifs. Un exemple de spécificité liée à l'investisseur, que nous abordons et qui illustre la nécessité d'aller au-delà de l'optimisation pure du portefeuille, est celui des très gros investisseurs, dont l'allocation aux actifs alternatifs peut être limitée par des questions de capacité, car le rendement marginal attendu des opportunités d'investissement supplémentaires tend à diminuer au-delà d'une certaine taille absolue.

Soulignons également que l'un des principaux avantages des actifs réels et alternatifs est leur potentiel de diversification et que cette diversification doit être envisagée sous différents angles :

- *la diversification par rapport aux classes d'actifs traditionnelles en raison de leurs caractéristiques de liquidité et des types d'entreprises auxquelles ils donnent accès ;*
- *la diversification entre les différents types de stratégies réelles et alternatives, notamment en termes d'horizons d'investissement, permettant aux investisseurs de combiner le capital-investissement, la dette privée, l'immobilier et les infrastructures au sein de leur portefeuille afin de gérer efficacement leurs besoins de liquidités attendues ;*
- *la diversification au sein de chaque catégorie d'actifs alternatifs, en raison de la diversité des stratégies qu'ils couvrent : par exemple, les catégories de capital-investissement comprennent entre autres le capital-risque, la dette mezzanine, les opérations d'achat à effet de levier (LBO) et les fonds sectoriels.*

Les actifs réels et alternatifs peuvent être intégrés à un cadre d'allocation dynamique, tel que notre modèle Advanced Investment Phazer, afin de déterminer si l'environnement d'investissement pourrait être plus favorable aux stratégies à haut risque dans les années à venir, telles que le capital-investissement, ou à celles à plus faible risque, comme la dette privée. Même si l'AAS reste la décision clé et s'il est fortement recommandé d'investir dans ces actifs de manière régulière sur plusieurs années, ces décisions plus dynamiques peuvent aider les investisseurs à potentiellement accélérer ou ralentir le rythme de leurs investissements dans ces actifs.

Le pragmatisme que nous recommandons se reflète également dans notre conviction selon laquelle les questions de mise en œuvre sont particulièrement importantes lorsqu'il s'agit de ces actifs, car ils nécessitent des compétences très spécialisées en termes d'analyse, d'expertise juridique ou de capacité à les gérer. L'analyse et le suivi des risques doivent également faire l'objet d'une attention particulière, car les actifs réels et alternatifs comportent des types de risques supplémentaires (tels que les risques juridiques, industriels, liés au projet) par rapport aux actifs traditionnels. Différents types de véhicules d'investissement, qu'il s'agisse de fonds, de co-investissements ou de participations directes, sont disponibles et peuvent correspondre aux différents besoins des investisseurs ou à leur degré de connaissance de ces actifs.

En conclusion, nous pensons que l'intérêt accru des investisseurs institutionnels pour les actifs réels et alternatifs est pleinement justifié par les différents avantages qu'ils apportent à l'allocation d'actifs, notamment en termes de diversification de portefeuille, mais le succès dans ce domaine dépend d'un certain nombre de conditions. Parmi ces conditions figurent un cadre solide pour modéliser le comportement de ces actifs, ainsi qu'un certain pragmatisme dans son application. La capacité de s'appuyer sur des compétences vastes et spécialisées afin de mener une analyse approfondie des risques de ces actifs, et de faire preuve de la plus grande rigueur dans la mise en œuvre des investissements, est également un élément clé de performance à long terme dans ce domaine.

Les auteurs tiennent à remercier Claudia Bertino, Laura Fiorot, Karin Franceries, Guy Lodewyckx, Lorenzo Portelli, Nuria Trio, Jean-Renaud Viala et Eric Wohleber pour leur révision et leurs suggestions, ainsi que Raffaele della Ventura et Tiange Zhang pour leur contribution.

Actifs réels et alternatifs : l'appétit des investisseurs et les défis à relever

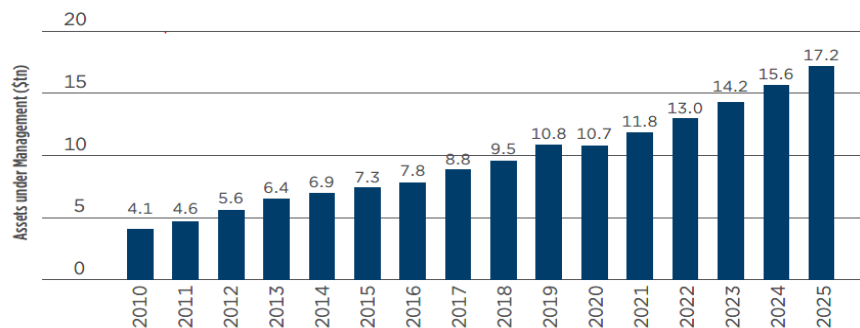
« L'appétit des investisseurs institutionnels pour les actifs réels et alternatifs (en particulier la dette privée, les infrastructures et l'immobilier) s'est accentué dans un contexte de période prolongée de taux bas. »

Ces dernières années, les investisseurs institutionnels ont été confrontés à un certain nombre de difficultés dans la définition de leur approche d'allocation d'actifs. La politique monétaire étant historiquement accommodante et susceptible de le rester durant une période prolongée, les investisseurs doivent chercher de nouveaux moyens de générer des performances pour leur portefeuille. Le défi est particulièrement élevé pour les fonds de pension, dont le passif doit être actualisé à des taux d'intérêt proches de zéro, étant donné que l'ensemble de la courbe des taux s'est sensiblement décalé vers le bas.

Cette situation de taux d'intérêt conduit également les investisseurs à rechercher de nouvelles sources de rendement, notamment au sein des univers de la dette privée, des infrastructures et de l'immobilier, comme substituts partiels aux actifs obligataires traditionnels. La tendance qu'ont les investisseurs à adopter une approche de portefeuille totalⁱ, selon laquelle ils se fixent des objectifs de rendement total plutôt que de surperformance par rapport à des indices de référence, en est un parfait exemple, car les actifs alternatifs sont généralement mieux adaptés à ce type d'objectif. Par ailleurs, ils sont de plus en plus nombreux à élargir leurs objectifs pour y intégrer le changement climatique ou des thèmes sociaux. Cela les amène ainsi à participer au financement direct de projets à long terme, par exemple dans le domaine des infrastructures, à la place des banques, dont la capacité de prêt est de plus en plus entravée par des contraintes réglementaires.

Dans ce contexte, ils ont augmenté leur allocation aux actifs réels et alternatifs (voir graphique 1), et nous pensons que l'attrait de ces actifs devrait encore s'accroître en cas de changement de régime vers une inflation plus élevée, ce qui pourrait se produire dans les années à venirⁱⁱ.

Graphique 1. Actifs alternatifs sous gestion et prévisions, 2010-2025



Source : Preqin. Le chiffre pour 2020 est annualisé sur la base des données jusqu'en octobre. Les chiffres 2021-2025 correspondent aux prévisions de Preqin.

« La modélisation des actifs alternatifs peut s'avérer complexe pour les investisseurs du fait de leur spécificité, à savoir leur liquidité limitée, leur hétérogénéité et leur sensibilité à certains risques spécifiques. »

La grande spécificité de ces actifs, à savoir leur liquidité limitée, leur hétérogénéité et leur sensibilité à des risques qui ne sont pas pris en compte dans les cadres financiers traditionnels, les rend difficiles à modéliser et à intégrer en portefeuille. Malgré les difficultés que pose cet exercice, comment les investisseurs devraient-ils quantifier leur allocation à ces actifs et définir la structure entre les différentes stratégies réelles et alternatives ? Nous proposons de répondre à ces questions grâce à notre capacité de modélisation des estimations de rendement et de risque, associée à des éléments plus qualitatifs basés sur la contribution de nos experts internes spécialisés dans ces actifs. Nous nous appuyons sur notre expérience de conseil en allocation d'actifs, par laquelle nous aidons les investisseurs institutionnels à mieux comprendre l'impact de ces actifs sur la structure de leur portefeuille, et sur la longue expertise d'Amundi en matière de gestion de portefeuilles dans les secteurs de l'immobilier, du capital-investissement, de la dette privée et des infrastructures.

Avant de décrire le cadre que nous recommandons, commençons par rappeler les spécificités des actifs réels et alternatifs, ainsi que les défis spécifiques liés à leur intégration dans un cadre d'allocation d'actifs.

Les spécificités des actifs réels et alternatifs, et les difficultés que pose leur intégration dans l'allocation

L'intégration de ces actifs dans un cadre d'allocation d'actifs est particulièrement difficile en raison d'un certain nombre de caractéristiques, notamment d'accès aux données ou encore d'inadéquation de l'approche standard du marché, ce que nous proposons de voir plus en détail. Les problématiques que posent ces spécificités pour les allocataires d'actifs, et les solutions que nous proposons pour les surmonter, sont résumées dans le tableau suivant.

Tableau 1. Identification, collecte et contrôle de la qualité des données

	Problématique	Difficulté spécifique aux actifs réels et alternatifs	Solution proposée
1	Insuffisance de données	Manque de données représentant les principaux facteurs de risque	Définition de proxies
2	Pricing peu fréquent	Les données basées sur l'évaluation conduisent à un lissage des données, ce qui entraîne une sous-estimation de la volatilité et des corrélations, et une surestimation des rendements	Données non lissées
3	Remplissage et biais du survivant	Profil de rendement et de risque biaisé	Étalonnage par rapport à un équivalent sur le marché public, tel que le S&P 500, avec ajout d'un spread
4	Absence d'indices de référence reconnus	Prix des actifs illiquides non observables sur un marché public mais souvent basé sur des avis d'experts ou rapporté par les gérants eux-mêmes	Définition de proxies
5	Variabilité des rendements	Divergence des coûts d'investissement et du rendement due aux effets de la courbe en J	Amélioration de la diversification du portefeuille en termes d'actifs et de millésimes (investissements groupés)
6	Hétérogénéité des indicateurs de rendement	Le taux de rendement interne (TRI), comme mesure de la performance des actifs privés, n'est pas adapté à l'approche de rendement total	Analyse des chiffres de TRI à des fins de comparaison dans un univers d'actifs réels et alternatifs

Source : Amundi Asset Management

1. Insuffisance de données

Le point de départ de toute analyse statistique et du développement d'un modèle est la définition de données temporelles représentant les principaux facteurs de risque. L'identification de données pour les classes d'actifs alternatives reste une difficulté bien documentée, nécessitant un traitement des biais inhérents et de la rareté des ensembles de données disponibles.

L'une des solutions consiste à définir un proxy représentant les facteurs statistiques et économiques / financiers qui déterminent les prix sur la classe d'actifs alternative en question. La sélection d'un proxy n'exclut pas la nécessité de tenir compte des biais inhérents, une condition préalable pour « comparer ce qui est comparable » dans l'univers des classes d'actifs traditionnelles.

2. Pricing peu fréquent

L'une des questions clés concernant les données brutes des classes d'actifs alternatives est l'utilisation de données estimées ou basées sur une évaluation (par opposition aux données du marché ou en « mark to market ») et la fixation peu fréquente des prix, car le processus de découverte des prix n'intervient qu'au moment où une transaction a lieu. Il en résulte une tendance à lisser les valorisations, avec pour conséquence une sous-estimation de la volatilité et des corrélations, souvent associée à une surestimation des rendements historiques.

« Le problème de l'identification, de la collecte et du contrôle de la qualité des données peut être géré grâce à des solutions spécifiques, telles que la définition de proxies face à la pénurie de données et à l'absence d'indices de référence. »

Pour pallier ces inconvénients, les données brutes font l'objet d'une recherche et d'une analyse statistiques, ce qui aboutit finalement à des données non lissées.

3. Biais du survivant

Les indices d'actifs alternatifs sont également soumis à un biais du survivant lié à l'inclusion des seuls fonds d'investissement actuels parmi leurs composantes, tandis que le biais de remplissage implique de nouvelles entrées dans l'indice et donc, de leurs rendements historiques. Ces biais se traduisent par des rendements réalisés artificiellement élevés. La correction de ces biais passe par un étalonnage par rapport à un équivalent sur le marché public (EMP), tel que le S&P 500, et par des méthodes économétriques.ⁱⁱⁱ

4. Absence d'indices de référence reconnus

Si un portefeuille d'actions mondiales peut être représenté par des indices de référence reconnus, ce n'est pas toujours le cas pour les actifs alternatifs. Des indices de référence sont disponibles pour l'immobilier coté, le capital-investissement coté ou l'infrastructure cotée, mais ceux-ci ne sont que partiellement représentatifs du comportement de leurs homologues illiquides, tels que le capital-investissement ou l'immobilier physique. Les prix de ces actifs ne peuvent être observés sur un marché public, car ils sont parfois établis par des experts - dans le cas d'un immeuble par exemple - ou peuvent provenir des gérants d'actifs eux-mêmes. Dans ce cas, ils sont soumis à un biais de sélection, les gérants pouvant décider de ne plus divulguer la valorisation d'un fonds alternatif si ses performances sont décevantes ou de lisser ses données de rendement. Là encore, l'utilisation de proxies liquides peut aider à résoudre ce problème, mais les investisseurs doivent être conscients des limites de cette approche et être prêts à compléter cette définition top-down générale de l'AAS par une intégration des spécificités des actifs à sélectionner dans la phase de mise en œuvre.

5. Variabilité des rendements

Le profil de rendement des actifs réels et alternatifs peut considérablement varier dans le temps, notamment dans le cas du capital-investissement, qui est affecté par l'effet dit de courbe en J, décrivant son profil de rendement au fil du temps. Il reflète le fait qu'une part importante des coûts est engagée dans la phase initiale d'investissement, alors que les retours sur investissement n'interviennent qu'au bout de quelques années, une fois que la société cible a été restructurée ou que son potentiel de développement s'est finalement réalisé.

C'est pourquoi, au-delà d'une définition de l'AAS sur un horizon de long terme et basée sur les rendements stratégiques, nous recommandons aux investisseurs d'intégrer également une estimation des flux entrants et sortants annuels prévus dans leur portefeuille afin de s'assurer qu'ils répondent bien à leurs besoins en matière de passif et de vérifier l'amplitude des écarts potentiels par rapport à l'allocation cible au fil du temps.

6. Hétérogénéité des indicateurs de rendement

Il existe une autre difficulté, liée au fait que la performance des actifs privés est souvent rapportée en termes de taux de rendement interne (TRI) au lieu du rendement total pondéré en fonction du temps (RTPT), comme c'est le cas pour les actifs traditionnels (voir encadré 1). Nous préférons nettement nous fier aux chiffres du RTPT pour représenter la performance des actifs réels et alternatifs comme base de notre méthode de modélisation, mais nous examinons et analysons également les chiffres du TRI à des fins de comparaison, car le TRI représente souvent la norme pour ces investissements. Le TRI est en fait parfois la seule donnée disponible en termes relatifs, lorsque l'on passe d'une définition générale à un niveau plus granulaire des actifs privés, notamment du capital-investissement au rachat (« buy-out »), à la dette « distressed », au marché secondaire...

ENCADRÉ : problèmes de la comparaison entre TRI et RTPT

Dans le cas des actifs réels et alternatifs, la performance n'est souvent pas présentée en termes de rendement total pondéré en fonction du temps (RTPT), comme c'est le cas pour les classes d'actifs traditionnelles, mais en termes de taux de rendement interne, qui est le taux d'actualisation équilibrant la valeur actuelle de l'ensemble du capital investi grâce à la valeur actuelle de tous les rendements, comme l'illustre la formule suivante :

$$PV = \sum \frac{CF(t)}{(1+IRR)^t} = \sum \frac{Dist(t) - Call(t)}{(1+IRR)^t} = 0$$

« CF » étant le flux de trésorerie pour la période « t », et pouvant être négatif en cas d'appels de capitaux (« Call ») et positif en cas de distributions (« Dist »). L'application du TRI (= « IRR ») comme norme de mesure de la performance des actifs réels et alternatifs pose certaines difficultés :

- la formule peut être très complexe en fonction du moment et des variations des montants de flux de trésorerie. Dans certaines conditions, par exemple si les flux de trésorerie changent de signe plus d'une fois au cours de la période étudiée, l'estimation du TRI peut ne pas converger ou produire de multiples résultats ;
- tous les flux de trésorerie sont supposés être réinvestis au même taux d'actualisation, bien que ces taux fluctuent dans le monde réel ;
- la plupart des mesures de TRI correspondent au TRI moyen au niveau du fonds par millésime, alors que le TRI moyen est différent du TRI des flux de trésorerie agrégés ; étant donné que les fonds ont des durations différentes et que le TRI est sensible aux dates des distributions et aux ventes précoces de sociétés très performantes au sein d'un portefeuille de fonds de capital-investissement, cela peut accroître le TRI mesuré.
- Phalippou et Gottschalg^{iv} ont en fait montré que, la durée étant négativement liée à la performance, le calcul de la moyenne au sein des fonds affichant des durations différentes entraîne un biais haussier des estimations de TRI.
- Par conséquent, l'utilisation du TRI pour les actifs réels et alternatifs crée à la fois une **complexité de calcul et une divergence avec les indicateurs de rendement employés pour les actifs traditionnels**

« Les investisseurs doivent renforcer leur cadre d'allocation traditionnel pour prendre en compte la distribution particulière des rendements des classes d'actifs alternatives, le niveau élevé de risque idiosyncratique et la diversité des sources de risque. »

L'inadéquation du cadre d'allocation traditionnel

Le cadre traditionnel moyenne-variance ne semble pas adapté à la gestion des actifs réels et alternatifs, comme le résume le tableau suivant :

Tableau 2. L'inadéquation du cadre d'allocation traditionnel

	Problématique	Difficulté spécifique aux actifs réels et alternatifs	Solution proposée
1	Distribution des rendements non conforme à la loi normale	Supposer que les prix des actifs risqués suivent une distribution log-normale, et que le portefeuille optimal affiche une pondération constante quel que soit le niveau de richesse de l'investisseur, semble irréaliste dans le cas des actifs illiquides	Intégrer une prime de risque d'illiquidité pour ces actifs
2	Les mesures de risque standard sont inadéquates	Les indicateurs de risque et de corrélation standard, qui sont généralement utilisés pour effectuer des simulations d'allocation d'actifs, sont moins significatifs dans le cas des actifs alternatifs	Analyse de la queue de distribution des rendements
3	Niveau élevé de risque idiosyncratique	Difficultés à séparer l'alpha et le bêta et à modéliser le risque idiosyncratique des actifs alternatifs	Importance de la sélection des fonds / gérants comme moteur de performance
4	Diversité des sources de risque	Les actifs réels et alternatifs comportent d'autres sources de risque que purement financiers	Possibilité d'ajouter des fonctionnalités relatives aux spécificités des actifs sous forme de modules complémentaires dans la modélisation (par exemple concernant le millésime)

Source : Amundi Asset Management

1. Distribution des rendements non conforme à la loi normale

Le cadre d'allocation d'actifs traditionnel mis en avant par Merton et Samuelson, s'appuyant sur l'exemple d'un investisseur employant un actif sans risque et un ensemble d'actifs risqués, suppose que les prix de ces derniers sont conjointement distribués de manière log-normale et que le portefeuille optimal comporte des pondérations constantes et restera inchangé quel que soit le niveau de richesse de l'investisseur. Mais dans le cas des actifs illiquides, étant donné que les investisseurs ne sont pas en mesure de négocier fréquemment de grandes quantités d'actifs, et que le rééquilibrage implique de trouver une contrepartie sur les marchés de gré à gré, ce qui peut se révéler coûteux, ces hypothèses ne semblent pas réalistes. Certaines études^v ont ainsi montré que si le rééquilibrage du portefeuille n'est possible que tous les 5 à 10 ans, l'investissement dans des actifs illiquides n'est acceptable que si une prime d'illiquidité élevée est intégrée, ce qui conduit à une réduction de la pondération « optimale » de ces actifs au sein du portefeuille de l'investisseur. Pour surmonter cette difficulté, il faut intégrer la liquidité dans la modélisation, comme suggéré dans la description de notre cadre d'allocation d'actifs.

2. Les mesures de risque standard sont inadaptées

Par conséquent, les indicateurs de risque et de corrélation standard, qui sont généralement utilisés pour effectuer des simulations d'allocation d'actifs, sont moins significatifs dans le cas des actifs alternatifs, en raison de l'absence de marchés liquides et transparents, de la fréquence limitée des données par rapport aux actifs cotés, ainsi que de la diversité des sources de risque.

De plus, supposer que les rendements des actifs réels et alternatifs suivent une loi normale est particulièrement inadéquat, car les distributions des rendements des actifs alternatifs ont tendance à afficher des pertes et des gains plus fréquents (« queues épaisses ») par rapport à ce qu'une distribution normale impliquerait. Il est donc plus approprié d'évaluer le risque en se concentrant sur la queue gauche de la distribution de leurs rendements et sur leur comportement dans des circonstances de marché difficiles, car le principal indicateur de risque suivi de près par la plupart des investisseurs est la perte maximum qu'ils pourraient subir sur leur portefeuille.

3. Niveau élevé de risque idiosyncratique

Dans le cadre traditionnel, selon les hypothèses standard concernant les préférences des investisseurs et l'environnement de marché, telles que l'absence de coûts de transaction et de contraintes de vente à découvert, et la possibilité pour les investisseurs de négocier en continu, la mesure appropriée du risque d'un actif est son bêta. Cela permet de mesurer la corrélation avec le marché, tandis que le risque idiosyncratique ne doit pas être pris en compte car il peut être atténué grâce à la diversification. L'allocation d'actifs stratégique peut donc s'appuyer sur les estimations du bêta des actifs. Ce n'est pas le cas pour les actifs alternatifs, qui comportent un niveau très élevé de risque idiosyncratique, rendant leur modélisation très difficile. Cela peut se refléter dans l'observation d'une fourchette très large de performances entre les différents actifs. Prenons l'exemple des fonds de capital-investissement. Le tableau ci-dessous montre que la différence entre les TRI des premier et troisième quartiles peut être d'environ 20 points de pourcentage en termes de performance annualisée.

Tableau 3. Dispersion des performances de la gestion active sur 20 ans

	Premier quartile	Médiane	Dernier quartile	Écart entre premier et dernier quartile
Obligations	4,82 %	4,32 %	3,78 %	1,0 %
Actions mondiales	4,60 %	3,46 %	2,44 %	2,2 %
Capital investissement	21,03 %	9,81 %	0,35 %	20,7 %

Source : Calculs d'Amundi Asset Management d'après la base de données de Prequin. Échantillon : 01/11/2000 – 30/10/2020

Cela a été confirmé par des études universitaires. Plus particulièrement, Kaplan et Schoar (2005) ont trouvé des différences significatives de rendements entre les premiers et derniers quartiles des fonds, avec un TRI des flux de trésorerie de 22 % par an pour les premiers, contre 3 % par an pour les seconds sur la période de 1980 à 2001.

« L'univers des fonds d'actifs alternatifs est très diversifié. Par conséquent, il semble particulièrement essentiel de se concentrer sur la mise en œuvre de l'allocation d'actifs et d'identifier les fonds les plus performants. »

Par conséquent, il semble particulièrement essentiel de se concentrer sur la mise en œuvre de l'allocation d'actifs et d'identifier les fonds les plus performants.

4. Diversité des sources de risque

Au-delà du risque idiosyncratique, le risque d'un actif réel et alternatif ne peut être simplement mis en évidence par sa volatilité ou toute autre mesure standard du risque financier, et englobe aussi potentiellement des risques d'une autre nature, tels que les risques juridiques, politiques (par exemple, si un nouveau gouvernement change les règles de financement concernant un projet d'infrastructure), de financement ou encore industriels, en plus bien évidemment du risque de liquidité.

Cela implique la définition d'un cadre de risque général en vue d'intégrer ces actifs.

5. Réflexivité des actifs

Il existe également une forme de réflexivité dans le comportement de ces actifs, dans la mesure où les gérants de capital-investissement peuvent par exemple avoir un impact direct sur les rendements générés par leurs investissements, dans une plus large mesure que pour les actifs traditionnels, en participant à la définition de la stratégie et en s'impliquant dans la gestion des entreprises au sein de leur portefeuille.

Dans la mesure du possible, il est donc conseillé d'intégrer les spécificités des actifs à sélectionner pour les inclure dans le portefeuille d'un investisseur afin d'obtenir une description plus précise de ses caractéristiques de rendement et de risque.

« L'intégration d'actifs alternatifs dans un cadre de simulation de portefeuille implique de modéliser ces actifs en fonction de facteurs macroéconomiques et financiers, de modéliser le risque de liquidité et de sélectionner les indicateurs de risque qui correspondent le mieux à l'univers spécifique. »

Proposition de cadre d'allocation d'actifs incluant des actifs réels et alternatifs

Malgré ces difficultés, l'analyse et la simulation d'un portefeuille comprenant des actifs réels et alternatifs nécessitent la définition d'un cadre global intégré d'allocation d'actifs stratégique basé sur les piliers suivants :

1. une approche intégrée pour la modélisation des actifs traditionnels et alternatifs basée sur des facteurs macroéconomiques et financiers ;
2. une modélisation spécifique du risque de liquidité ;
3. une approche flexible de l'optimisation et de la construction de portefeuille adaptée aux propriétés de l'univers des classes d'actifs et mettant l'accent sur la perte attendue comme indicateur de risque clé pour les portefeuilles intégrant ces actifs.

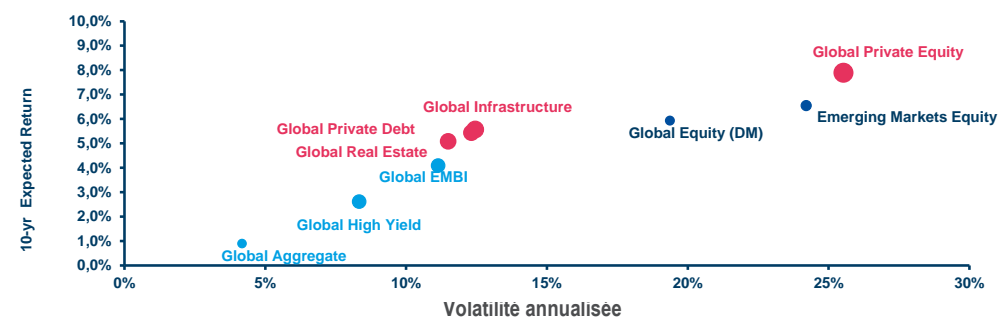
Nous nous concentrerons ici sur une approche quantitative de ces piliers, avant d'aborder dans la troisième section notre recommandation aux investisseurs de compléter cette approche par une évaluation qualitative.

Modélisation des actifs réels et alternatifs

Nous avons appliqué une approche normative basée sur les données macroéconomiques en vue d'intégrer la modélisation des actifs réels et alternatifs à notre cadre CASM, une étape nécessaire lors de la définition de l'allocation d'actifs stratégique d'un portefeuille mixte. Du fait de ses caractéristiques, le cadre CASM est adapté aux horizons de moyen à long terme, qui sont particulièrement pertinents pour les actifs non cotés, tandis que nous excluons les considérations tactiques et de valorisation.

L'estimation des paramètres relatifs aux facteurs de risque macroéconomiques et financiers est au cœur de cette approche. Nous décomposons les rendements en fonction des variables macroéconomiques, telles que la croissance du PIB - modélisée en incluant les facteurs démographiques - et l'inflation dans le cas de l'immobilier, auxquelles nous ajoutons une prime de risque ainsi que les corrections susmentionnées dues aux biais liés aux données afin d'optimiser la simulation des risques systémiques et des valeurs intrinsèques. Ces modèles ne tiennent pas compte de la valeur ajoutée potentielle des spécialistes des actifs alternatifs en matière de sélection et de gestion, ni de la très forte dispersion des rendements entre les différents actifs réels et alternatifs. En d'autres termes, ces modèles ne tiennent pas compte de la composante alpha. Nous avons développé des modèles pour les actifs de capital-investissement, de l'immobilier, de l'infrastructure et de dette privée afin de prévoir leurs rendements attendus (voir graphique 2 et, pour plus de détails, se référer à [« Asset Class Forecast: Climbing the Hill », pages 65-71, mars 2021](#)).

Graphique 2 : Profils de risque / rendement et de liquidité pour les principales classes d'actifs. Prévisions pour les 10 prochaines années basées sur le modèle CASM d'Amundi.



Source : Modèle CASM d'Amundi Asset Management. Février 2021. Devise locale. La taille de la bulle indique le risque de liquidité. La couleur indique les classes d'actifs par type (par exemple, le rouge pour les actifs réels et alternatifs). Concernant les actifs réels, le graphique représente la modélisation de l'immobilier « core » (risque modéré) et des prêts directs du côté de la dette privée. Nous avons supposé un effet de levier de l'ordre de 20 à 30 % pour l'immobilier et de 100 % pour les prêts directs. Pour le capital-investissement, nous avons considéré la prime de risque (et l'effet de levier) impliquée par les séries temporelles des indices LPX, prime calculée en appliquant un bêta par rapport au marché public. Les actions d'infrastructure non cotées sont représentées par l'indice Edhec Infra300. Les indices d'actions font référence à MSCI, les indices obligataires font référence aux indices Barclays et ICE. Les actifs réels et alternatifs se réfèrent aux proxies d'Amundi. Les prévisions de performance annualisée procèdent d'estimations et reflètent des avis et des hypothèses subjectifs. Ces résultats ont été obtenus à partir d'une formule mathématique et ne prennent pas en compte l'effet des facteurs économiques et de marché imprévisibles sur le processus décisionnel. Les prévisions de performance ne présentent pas des performances futures, qui pourraient être sensiblement différentes.

« La modélisation du risque de liquidité est essentielle pour les actifs alternatifs. Cela signifie qu'il faut procéder à des ajustements en fonction des caractéristiques spécifiques de ces actifs (c'est-à-dire les engagements et les distributions) et intégrer des informations provenant d'événements de liquidité passés. »

« Étant donné que les actifs alternatifs présentent une sensibilité importante aux événements de la queue de gauche de la distribution (également en raison de leur risque de liquidité spécifique), l'optimisation ne doit pas suivre l'approche traditionnelle de moyenne-variance, mais plutôt être calibrée sur des mesures de perte spécifiques. »

« Si, pour les profils de risque modéré, la dette privée, l'immobilier et les infrastructures sont privilégiés, le portefeuille à profil de risque élevé permet également d'inclure le capital-investissement. »

Modélisation du risque de liquidité

Une grande part de la pénurie de données sous-jacentes provient de l'illiquidité inhérente au pricing peu fréquent des actifs alternatifs, ce qui conduit probablement à une sous-estimation des mesures de risque (volatilité) et à des données corrélées en série. La correction de ces défauts implique un processus en plusieurs étapes, dans lequel nous ajustons également les caractéristiques spécifiques telles que le millésime, ainsi que les engagements et les distributions propres aux actifs alternatifs. Tous ces éléments sont difficiles à prendre en compte dans le cadre d'une approche générale, mais nous pouvons les intégrer en complément au niveau des instruments lorsque nous procédons aux simulations. Dans ce contexte, le risque d'illiquidité doit faire l'objet d'une attention particulière car c'est celui dont l'impact est le plus important sur l'univers d'investissement et il ne peut être atténué par la diversification.

Nous avons donc optimisé notre cadre de modélisation en ajoutant un modèle de risque de liquidité afin de mieux représenter les actifs réels et alternatifs. Nous définissons un événement de liquidité comme un saut soudain intervenant dans un court laps de temps, allant de plusieurs trimestres à plus d'un an, fondé sur des événements macroéconomiques et entraînant une décote des prix des actifs auxquels les investisseurs peuvent les négocier. L'analyse des chocs sur les marchés mondiaux, comme la grande crise financière, révèle des signes de contagion entre les régions et les classes d'actifs, comme le montre la hausse significative de leur corrélation implicite. Un choc a des effets sur la plupart des actifs risqués et peut entraîner un cercle vicieux : les actifs font l'objet de ventes massives pour répondre aux besoins de liquidités, ce qui entraîne de nouvelles décotes par rapport aux prix du marché, qui peuvent être particulièrement importantes pour les actifs alternatifs^{vi}.

Notre approche de la simulation du risque de liquidité consiste à incorporer les caractéristiques d'événements de liquidité passés : exposition accrue à un seul facteur de risque, gravité d'une récession économique mondiale et perspectives de reprise. À cet égard, les investisseurs doivent garder à l'esprit que même les actifs supposés liquides peuvent souffrir d'un manque de liquidité dans certaines circonstances de marché, comme cela a été observé lors de la récente crise^{vii}. Parallèlement, le comportement en matière de liquidité au sein des actifs dits illiquides peut être plus variable que dans le cas des actifs traditionnels.

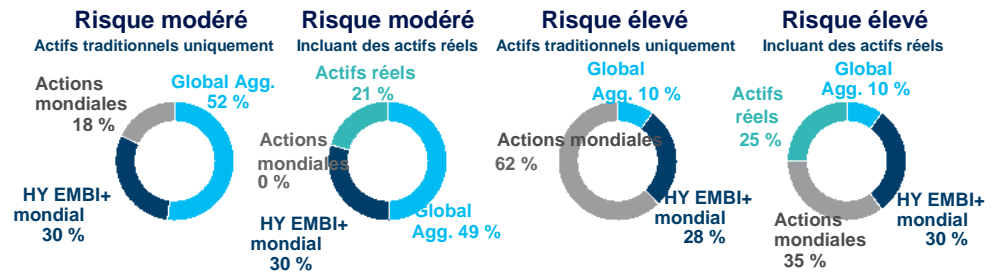
Nous avons intégré un modèle de liquidité dans notre cadre CASM et sommes convaincus qu'il est approprié d'intégrer la liquidité en tant que facteur, en raison de sa capacité à caractériser les risques significatifs de la queue de gauche de la distribution, une condition essentielle pour un portefeuille qui comprend des actifs réels et alternatifs.

Se concentrer sur la perte attendue comme indicateur de risque clé

Comme nous l'avons souligné précédemment, les hypothèses gaussiennes classiques ne sont pas représentatives lors de l'analyse des rendements des actifs réels et alternatifs. Notre approche se concentre sur la définition de distributions asymétriques calibrées sur une perte spécifique et fortement connectées au risque de liquidité. L'exercice d'optimisation vise à assurer une incorporation cohérente de ces hypothèses. La CVaR (Value at Risk conditionnelle) est la statistique de risque utilisée dans la fonction objective, alors qu'il s'agit de la variance dans le cadre classique de moyenne-variance. Le plan d'optimisation repose sur des scénarios simulés. Il minimise la CVaR (qui représente la perte attendue) pour chaque objectif de rendement attendu.

Dans les graphiques du tableau 5, nous représentons un ensemble de portefeuilles efficients obtenus en appliquant l'optimisation de la CVaR à un univers d'investissement mondial multi-actifs sur un horizon de 10 ans. L'univers est composé des éléments suivants : obligations mondiales, obligations HY mondiales, obligations EMBI, actions développées mondiales, actions émergentes mondiales, dette privée mondiale (prêts directs), immobilier mondial, actions d'infrastructure mondiales et capital-investissement mondial (les caractéristiques de risque, de rendement et de liquidité de ces classes d'actifs sont présentées dans le graphique 2). Comme notre objectif ici est d'explorer la diversification au sein de l'univers mondial et de sélectionner des allocations d'actifs susceptibles de convenir aux investisseurs internationaux, les classes d'actifs sont en devise locale, tandis que les biais de change potentiels peuvent être considérés comme une analyse de seconde phase.

Nous avons sélectionné deux portefeuilles efficients contraints au niveau de la CVaR en considérant des objectifs de rendement moyen attendu de 3 % et 5 %, ce qui correspond à un profil de risque modéré et élevé. Pour ces deux niveaux de rendement cibles, nous effectuons des optimisations en incluant puis en excluant les classes d'actifs alternatives (voir tableau 5).

Tableau 5. L'avantage d'inclure des actifs réels - allocations prévues optimisées sur la base d'une CVaR à 95 %

Total actifs réels	-	21 % (6 % Immo, 10 % DP, 5 % Infra.)	-	25 % (8 % DP, 9 % Infra., 8 % C-I)
Rendement attendu	3,0 %	3,0 %	5,0 %	5,0 %
Volatilité attendue	6,9 %	5,8 %	12,2 %	10,5 %
CVaR 95 %	16,2 %	13,8 %	30,0 %	26,7 %

Source : Amundi Asset management, modèle CASM, février 2021. Devise locale. Optimisation basée sur la minimisation de la CVaR à 95 %, horizon de 10 ans. Les contraintes comprenaient un minimum de 10 % de Global Aggregate, et un maximum de 25 % d'actifs réels et alternatifs. Contraintes de diversification des actifs obligataires à haut risque et émergents (ME). Optimisation basée sur des indices en devise locale. Cette analyse ne tient pas compte des effets du taux de change et illustre l'avantage en termes de diversification de l'ajout d'actifs réels dans une allocation d'actifs diversifiée.

Dans les deux cas, l'inclusion d'actifs alternatifs entraîne une volatilité attendue et une CVaR inférieures à celles des portefeuilles comprenant uniquement des classes d'actifs traditionnelles.

Pour le profil de risque modéré, l'allocation aux actifs réels privilégie la dette privée, l'immobilier et les infrastructures, tandis que le capital-investissement est exclu. Pour le profil de risque élevé, l'allocation aux actifs réels est financée par la réduction de l'allocation aux actions, qui autrement devrait être très importante pour atteindre l'objectif de rendement de 5 %. Au sein des actifs réels, l'optimisation confirme une certaine préférence pour la dette privée et l'infrastructure, avec l'ajout du capital-investissement en raison de son profil rendement élevé / risque élevé.

L'allocation en pratique : de la décision stratégique à la mise en œuvre

Nous avons montré dans la section précédente comment les investisseurs doivent modéliser les actifs alternatifs et les intégrer dans un cadre holistique d'allocation d'actifs stratégique. Nous sommes néanmoins convaincus que, particulièrement dans le cas de ces actifs, qui présentent des caractéristiques très spécifiques, la modélisation ne peut que servir d'orientation générale, et doit être adaptée aux spécificités de l'investisseur et accompagnée de principes plus qualitatifs, basés sur une expérience pratique de l'investissement dans ces actifs. Dans la section suivante, nous proposons de décrire ces principes et de les illustrer à l'aide d'exemples choisis de profils d'investisseurs.

« Si la modélisation quantitative fournit quelques orientations générales, les contributions qualitatives sont essentielles pour évaluer chaque besoin spécifique à l'investisseur. »

Une approche pragmatique

Lors d'un exercice d'allocation stratégique incluant des actifs réels et alternatifs, nous analysons le portefeuille actuel et les besoins de l'investisseur pour tenter d'identifier des données pertinentes concernant la raison de leur inclusion (diversification par objectif, par horizon, par actif). Ces informations, qui représentent les exigences et les préférences de l'investisseur, permettront de définir les contraintes relatives à l'optimisation du portefeuille.

Il s'agit souvent d'un processus par « tâtonnements », car les investisseurs ont tendance à ne révéler leurs préférences que lorsqu'ils voient les résultats concrets des simulations d'allocation. Celles-ci sont réalisées sur un univers d'investissement comprenant les classes d'actifs traditionnelles, ainsi que les principaux actifs réels et alternatifs, pris dans une perspective top-down, comme décrit dans la section précédente. Nous abordons le choix de l'allocation d'actifs stratégique d'abord d'un point de vue quantitatif. Cette composante quantitative est basée sur l'optimisation du portefeuille et doit servir de guide. En raison du manque de liquidité des actifs réels et alternatifs déjà mentionné, ainsi que des écarts de fréquence de valorisation entre ces derniers et les actifs traditionnels, elle doit être renforcée par des éléments qualitatifs afin d'aboutir à une évaluation finale basée sur une solution mixte. Cela signifie également que lorsque les investisseurs définissent leur allocation à ces actifs dans leur portefeuille, ils doivent déterminer une fourchette cible. Ils doivent également s'abstenir d'appliquer des règles de rééquilibrage strictes après de fortes évolutions de marché.

Adapter l'allocation aux objectifs, à l'horizon d'investissement et à l'appétit pour le risque de l'investisseur

La décision d'allouer des actifs réels et alternatifs requiert une formalisation des objectifs poursuivis par l'investisseur et de la manière dont ces actifs peuvent contribuer à l'atteinte de ces objectifs, en termes de rendement attendu, de génération de rendement ou de bénéfices de diversification.

Cela justifie une segmentation de l'allocation à ces actifs en fonction des principaux facteurs macroéconomiques, tels que la croissance, les taux d'intérêt ou l'inflation, plutôt que de définir (ou en plus de définir) une poche d'actifs réels et alternatifs au sein du portefeuille. Les contraintes et le raisonnement guidant la nouvelle allocation doivent également être conçus autour de cette segmentation. Ensuite, si la liquidité est un facteur clé de l'allocation, par exemple en raison de contraintes de passif, l'investisseur peut toujours fixer des contraintes spécifiques pour l'allocation aux actifs réels et alternatifs, tout en gardant à l'esprit que même au sein de l'univers des « actifs illiquides », le degré d'illiquidité peut varier considérablement.

L'importance de la liquidité est soulignée dans l'*étude de cas 1*, qui décrit le cas d'un grand fonds de pension que nous avons accompagné dans la définition de son AAS et qui devait faire face à des décollectes prévues dans les années suivantes.

L'investissement dans des actifs réels et alternatifs peut également contribuer à la réalisation des objectifs non financiers d'une institution. Il peut s'agir notamment d'objectifs d'atténuation du changement climatique, auxquels les investissements dans des projets d'infrastructure énergétique, des obligations vertes ou des bâtiments de haute qualité environnementale peuvent contribuer. Cet avantage potentiel des actifs réels et alternatifs est particulièrement important dans un contexte où les investisseurs accordent une attention croissante aux considérations ESG dans la construction de leurs portefeuilles. De même, les institutions peuvent

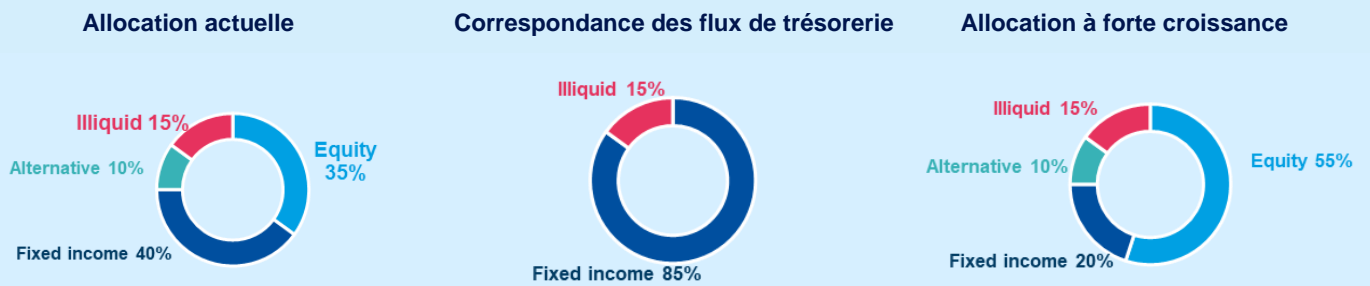
« L'inclusion d'actifs alternatifs dans l'allocation devrait être fondée sur des objectifs et des contraintes spécifiques pertinents pour le client. »

« L'intégration d'actifs réels et alternatifs peut également contribuer à l'atteinte d'objectifs non financiers, tels que les considérations ESG. »

Étude de cas 1 : Intégration des flux entrants et sortants attendus dans les recommandations d'allocation

- **La demande du client** : le client, un fonds de pension public, souhaitait vérifier l'adéquation de son profil de risque pour faire face aux décollectes dues aux paiements de prestations et aux engagements d'investissement dans des actifs réels et alternatifs.
- **La configuration du portefeuille du client** : l'allocation existante était composée d'obligations, d'actions, d'investissements alternatifs liquides et d'actifs réels illiquides.
- **Solutions en cours d'évaluation** :
 1. **Correspondance des flux de trésorerie** : nous avons introduit l'option d'une approche de correspondance pure des flux de trésorerie comme référence déterministe et nous avons supposé que les actifs liquides risqués (actions et actifs réels et alternatifs) étaient réalloués dans des investissements obligataires sélectionnés en fonction du calendrier des flux de trésorerie.
 2. **Allocation actuelle** : nous avons maintenu l'AAS inchangée et analysé les résultats prospectifs associés à cette allocation.
 3. **Allocation à forte croissance** : dans une démarche alternative, nous avons envisagé une augmentation du profil de risque afin de maximiser les rendements potentiels (en transférant une partie de l'allocation obligataire vers les actions).

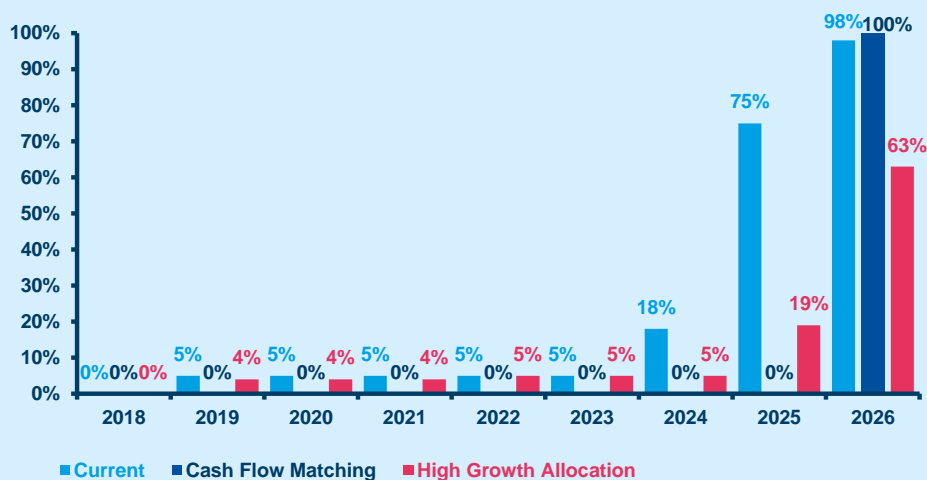
Graphique 3 : Profil d'allocation des solutions actuelles et proposées



Source : Amundi Asset Management. Cette analyse n'est fournie qu'à titre d'illustration. Les simulations sont personnalisées en fonction de la demande spécifique du client (devise de base, classes d'actifs considérées, décollectes et contraintes de classes d'actifs). Par conséquent, les résultats peuvent différer des autres optimisations présentées dans ce document. Les actifs illiquides sont des actifs non disponibles à la vente.

- **L'analyse** : nous avons analysé les différentes allocations dans un cadre probabiliste évaluant la probabilité de faire face à des décollectes au fil des ans. Nous avons travaillé avec nos spécialistes des actifs réels et alternatifs sur la planification des collectes et décollectes des sociétés de capital-investissement (au sein de l'allocation illiquide). Nous avons pris en compte la décote en cas de désengagement des stratégies de capital-investissement (sur la base des conditions typiques du marché secondaire), qui a été incorporée au niveau du scénario.
- **Les résultats** : nos simulations ont souligné la différence entre une approche déterministe (correspondance des flux de trésorerie), l'allocation existante et l'allocation proposée de forte croissance. Si le portefeuille de correspondance des flux de trésorerie correspondait aux flux de trésorerie annuels, il n'était pas en mesure de couvrir toutes les décollectes prévues. À l'inverse, le portefeuille à forte croissance était davantage susceptible de couvrir le passif, mais avec une volatilité plus élevée par rapport à l'allocation initiale. Le client a confirmé que l'allocation actuelle était suffisamment en adéquation avec ses préférences et ses attentes en matière de risque.

Graphique 4 : Probabilité de perte



Source Amundi AM. A titre d'illustration

vouloir contribuer à soutenir leur économie nationale, auquel cas leurs investissements en capital-investissement se concentreront sur certains secteurs ou régions économiques à développer à long terme. L'intégration de ces objectifs supplémentaires peut prendre la forme d'un univers d'investissement personnalisé, d'une adaptation de l'objectif de rendement ou de risque du portefeuille, ou de l'application d'une fonction d'optimisation différente.

« L'adéquation avec l'horizon et l'appétit pour le risque de l'investisseur est également essentielle. »

L'allocation aux actifs réels et alternatifs doit également être cohérente avec l'horizon de l'investisseur et son appétit pour le risque. Les investisseurs souverains qui disposent d'un horizon d'investissement très long, n'ont pas de contraintes explicites en matière de passif et ont un fort appétit pour le risque seront naturellement attirés par le segment à rendement plus élevé de l'univers alternatif et investiront dans le capital-investissement ou la dette « distressed » en vue d'améliorer encore le potentiel de rendement de leur portefeuille. Les institutions ayant un appétit limité pour le risque, telles que les compagnies d'assurance, auront tendance à chercher des substituts aux placements obligataires et à se concentrer sur la dette privée présentant un risque de crédit limité, ainsi que sur les infrastructures pour diversifier la partie obligataire de leur portefeuille et améliorer la performance de celui-ci, tout en se tournant vers l'immobilier à des fins de rendement et de diversification. Dans ce dernier cas, même si une optimisation purement quantitative pourrait recommander une certaine allocation au capital-investissement, cela pourrait ne pas être acceptable d'un point de vue culturel ou réglementaire, car les actions non cotées peuvent être assorties d'une exigence de fonds propres plus élevée que les actions cotées dans le cadre réglementaire de Solvabilité.

En ce qui concerne l'horizon d'investissement, l'institution doit être particulièrement sûre qu'elle aura suffisamment de patience pour garder ces actifs en portefeuille pendant toute leur durée de vie, car il s'agit d'investissements à long terme, pouvant atteindre voire dépasser 10 ans dans le cas du capital-investissement ou de l'infrastructure. Cette patience devrait être récompensée. Si l'on prend l'exemple de l'immobilier, des études ont montré que l'allocation optimale à ce type d'actif est d'autant plus élevée que l'horizon d'investissement est long, conformément à la baisse observée de sa corrélation avec les autres classes d'actifs lorsque l'horizon d'investissement augmente^{viii}. L'immobilier est en fait souvent considéré comme une classe d'actifs naturelle pour les investisseurs capables d'accepter le risque d'illiquidité, car ils connaissent généralement mieux ce secteur, souvent via la détention de leurs propres locaux.

Enfin, il faut souligner que la relation entre la taille des actifs de l'investisseur et la capacité des marchés cibles pourrait également influencer la décision d'allocation. Par exemple, cela peut s'avérer essentiel pour les fonds souverains (principaux investisseurs mondiaux avec plus de 10 000 milliards de dollars d'actifs sous gestionⁱ), comme l'illustre l'étude de cas 2. Leur capacité à dégager des primes d'illiquidité en raison de leur horizon d'investissement à très long terme et de l'absence de contraintes explicites d'engagement a conduit un certain nombre d'entre eux à suivre le modèle dit de fonds de dotation (endowment model), caractérisé par une pondération très dominante des actions par rapport aux obligations, ainsi que par un investissement important dans les actifs alternatifs. Pris dans leur ensemble, les investisseurs souverains allouent en moyenne 18 % à ces actifs, principalement dans le capital-investissement et l'immobilier^{ix}.

« Les considérations de capacité et de liquidité peuvent être importantes pour les grandes institutions. »

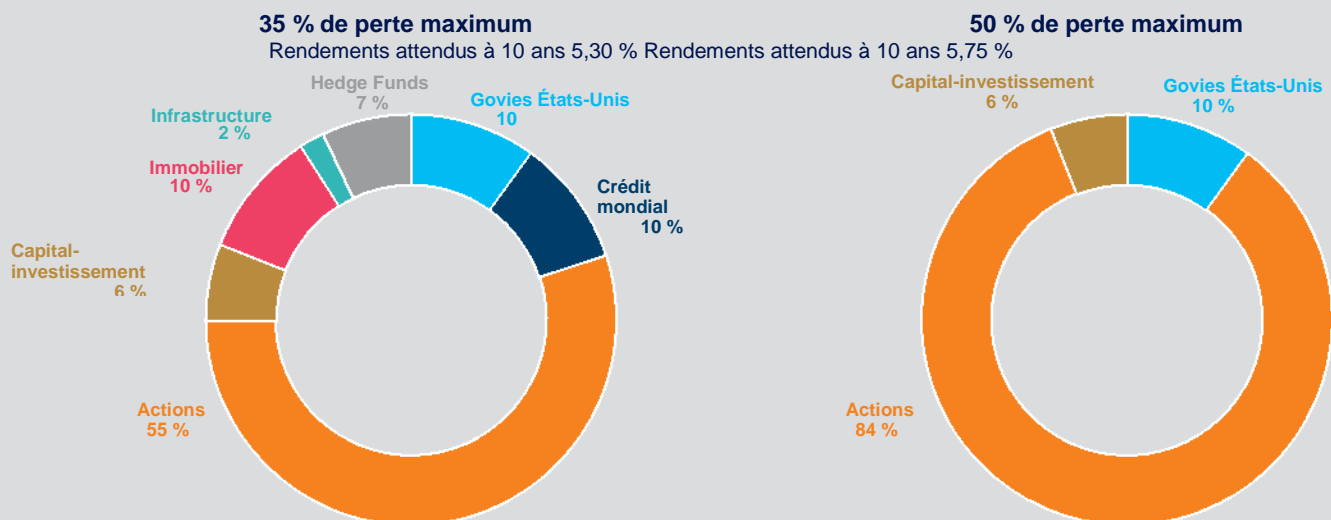
Les considérations de capacité et de liquidité peuvent être importantes pour les grandes institutions. La taille a des impacts contraires sur leur allocation aux actifs alternatifs. Investir dans des actifs privés demande des ressources considérables et expérimentées pour sélectionner et suivre les entreprises, mais aussi pour accéder au marché. Par exemple, les gérants de fonds d'investissement les plus renommés disposent de capacités limitées, qui ne sont souvent disponibles que pour les grands investisseurs qu'ils connaissent déjà bien. De même, les grands fonds souverains peuvent être des partenaires particulièrement intéressants pour les gérants de fonds de capital-investissement ou d'infrastructure dans certaines structures de capital-risque dans le cadre d'une approche de co-investissement, tandis que les fonds souverains plus petits peuvent rencontrer des difficultés pour atteindre une pondération cible définie des actifs alternatifs.

A l'opposé, la dispersion des rendements est extrêmement élevée au sein de l'univers des actifs privés, et l'univers des opportunités d'investissement disponibles offrant un potentiel de rendement élevé est limité. Par conséquent, le rendement marginal attendu des investissements supplémentaires en capital-investissement diminue probablement au-delà d'une certaine taille d'actifs. À titre d'exemple, un investisseur de 1 000 milliards de dollars visant une allocation de 10 % en capital-investissement peut rapidement se heurter à des limites de capacité.

Étude de cas 2 : Gérer les considérations de capacité - cas d'un grand investisseur souverain

- **La demande du client** : Le client, un très grand investisseur souverain, a demandé notre aide pour revoir son allocation d'actifs stratégique, qui comprenait une part importante d'actifs réels et alternatifs, en utilisant la perte maximum comme principal indicateur de risque.
- **Solutions proposées** : nous avons proposé une pondération cible maximale sur certains actifs alternatifs, exprimée en pourcentage de la taille totale estimée de la classe d'actifs au niveau mondial. Dans ce cas, comme l'investisseur utilisait la perte maximum comme principal indicateur de risque afin de définir son allocation stratégique, nous l'avons estimée pour les classes d'actifs traditionnelles et alternatives sur la base des principales corrections historiques du marché.
En guise d'approximation, nous avons considéré
 - une perte maximum de 50 % sur les actions publiques des marchés développés, représentative des dernières grandes corrections de marché
 - une perte d'environ 20 % pour l'immobilier observée lors de la crise de 2008
 - en conséquence, un ratio d'environ 0,4 pour le risque relatif entre l'immobilier et les actions publiques, ce qui était en fait cohérent avec nos autres mesures du risque, comme la volatilité, non lissée dans le cas de l'immobilier.
- **L'analyse** : nous avons simulé différentes allocations d'actifs en fonction du niveau de perte maximum accepté.
 - Pour une perte maximum de 35 %, l'allocation recommandée aux actifs réels et alternatifs était de 18 %, sous la forme d'actifs immobiliers, d'infrastructure et de capital-investissement (à noter que les fonds spéculatifs étaient également inclus dans l'univers autorisé de l'investisseur, bien qu'ils ne soient pas traités dans ce document).
 - Pour une perte maximum de 50 %, l'allocation recommandée à l'immobilier et à l'infrastructure est tombée à 0, seul le capital-investissement restant dans le portefeuille recommandé, ainsi que les actions publiques, car un niveau de risque acceptable plus élevé nous a conduits à rechercher les actifs présentant le rendement attendu le plus élevé.

Graphique 6 : Proposition d'allocation d'actifs stratégique selon différents niveaux de perte



Source : Amundi Asset Management Cette analyse n'est fournie qu'à titre d'illustration. Les simulations sont personnalisées en fonction de la demande spécifique du client (devise de base, classes d'actifs considérées, décollectes et contraintes de classes d'actifs). Par conséquent, les résultats peuvent différer des autres optimisations présentées dans ce document.

« La diversification fait partie des principaux avantages apportés par les actifs alternatifs. Cette diversification revêt différents aspects : faible corrélation avec les classes d'actifs traditionnelles, sensibilité différente aux facteurs macroéconomiques, horizons et univers d'investissement différents. »

« Le capital-investissement ou les actions d'infrastructure, en tant qu'actifs de croissance, devraient contribuer à diversifier la poche de croissance d'un portefeuille institutionnel. La dette privée complète la poche de rendement, tandis que l'immobilier est une classe d'actifs mixte combinant les caractéristiques de croissance et de rendement. »

Appliquer la diversification sous différents angles

L'exercice d'AAS décrit peut être appliqué à un large éventail de classes d'actifs, mais la mise en œuvre réelle nécessite plus de granularité afin de tirer pleinement profit de ce qui est probablement le principal avantage des actifs alternatifs réels, à savoir la diversification qu'ils apportent à un portefeuille.

C'est déjà le cas lorsque l'on recherche une diversification des facteurs macroéconomiques, que nous avons régulièrement préconisée lors de la construction d'un portefeuille, car les actifs réels et alternatifs répondent en fait à toute une variété d'objectifs d'investissement^x, ce qui les rend extrêmement utiles.

Ils peuvent notamment :

- améliorer la performance du portefeuille, notamment en captant les primes d'illiquidité associées à ces actifs, et ils ne conviennent qu'aux investisseurs ayant un horizon de placement suffisamment long ;
- générer du rendement, par des loyers dans le cas de l'immobilier ou un coupon régulier dans le cas de la dette privée ;
- apporter une diversification au portefeuille, qui peut être fournie par différents aspects :
 - corrélation limitée avec les actifs traditionnels, même si nous avons déjà souligné les limites de la volatilité et de la corrélation comme indicateurs de risque pour ces actifs ;
 - capacité à contenir la perte au sein du portefeuille en cas de forte volatilité du marché^{xi} ;
 - diversification entre les scénarios macroéconomiques, en raison des différents degrés de sensibilité aux facteurs macroéconomiques, tels que la croissance, les taux d'intérêt ou l'inflation ;
 - diversification en termes d'horizons d'investissement, en suivant notre recommandation de combiner des stratégies conçues pour le long, le moyen et le court terme au sein d'un portefeuille multi-actifs robuste ;
 - diversité des univers d'investissement : en prenant l'exemple du capital-investissement, il permet d'accéder à des types d'entreprises différents de ceux représentés sur le marché des actions cotées en termes d'exposition sectorielle, de taille, de perspectives de croissance ou de structure de bilan.

Le capital-investissement ou les actions d'infrastructure, en tant qu'actifs de croissance, devraient contribuer à diversifier la poche de croissance d'un portefeuille institutionnel. Différentes formes de dette privée viendront compléter la poche de rendement du portefeuille. L'immobilier peut être considéré comme une classe d'actifs mixte : il combine une certaine exposition à la croissance - en raison de sa sensibilité aux conditions macroéconomiques - et au rendement - du fait des loyers fournis - ainsi qu'une sensibilité à l'inflation car des mécanismes d'indexation sont associés à ces loyers. L'immobilier est donc particulièrement adapté pour renforcer la diversification d'un portefeuille.

Cette diversification est également très utile pour la gestion du passif, car les différents actifs alternatifs ont des horizons d'investissement différents : il s'agit généralement de 5 ans maximum pour la dette privée, de 5 à 10 ans pour l'immobilier, de 10 ans ou plus pour le capital-investissement, et cela peut être beaucoup plus long pour les infrastructures². Une combinaison de ces actifs devrait donc contribuer à la diversification temporelle du portefeuille de l'investisseur et permettre d'atténuer l'effet de la courbe en J. Par conséquent, un investisseur en capital-investissement désireux de s'assurer des flux de trésorerie positifs sur une base régulière devrait, surtout durant les premières années, diversifier son portefeuille en investissant dans des actifs de dette privée, par exemple, qui fourniront rapidement un rendement avec un degré élevé de visibilité, tout en allouant régulièrement en capital-investissement de différents millésimes afin de lisser l'effet de la courbe en J.

^xCes horizons sont indicatifs et peuvent varier de manière significative en fonction des caractéristiques spécifiques des actifs

Étude de cas 3 : Diversification de l'allocation de croissance pour un fonds de pension d'entreprise

- **La demande du client** : l'un de nos fonds de pension partenaires souhaitait étudier la possibilité d'intégrer des actifs réels et alternatifs dans sa poche de croissance. Il cherchait à améliorer le profil de risque des actifs en exploitant le potentiel de diversification des actifs réels et alternatifs, l'allocation renforcée visant à améliorer les perspectives de niveaux de financement (en moyenne et en termes de risque de déficit) du point de vue de la gestion actif-passif.
- **Principales caractéristiques des fonds de pension** : les fonds de pension, à l'instar des autres investisseurs, s'intéresseront aux actifs alternatifs pour de nombreuses raisons déjà détaillées dans ce document, même si certaines de leurs caractéristiques les distinguent des autres investisseurs :
 - Leur AAS est déterminée par la nécessité d'honorer leurs engagements, avec souvent une sensibilité aux taux d'intérêt et à l'inflation
 - Ils peuvent être soumis à des horizons d'investissement contradictoires : à long terme compte tenu de la durée de leurs engagements, à court terme en cas de pression venant des publications de résultats annuels
 - Une asymétrie de l'appétit de rendement, avec une aversion pour le risque baissier (les pertes d'investissement devront être compensées par des contributions incertaines) et un faible appétit pour l'excédent, dont la propriété est souvent incertaine. Cela se traduit par un changement de l'aversion pour le risque en fonction de l'évolution du ratio de financement du fonds de pension : l'aversion pour le risque diminue généralement lorsque le financement s'améliore
 - Une gouvernance plus adaptée aux décisions stratégiques qu'aux décisions tactiques
- **La configuration du portefeuille client** : Le portefeuille initial était composé de 75 % d'actifs de couverture des engagements et de 25 % d'actifs de croissance. L'univers d'investissement mondial de la tranche de croissance était à l'origine axé sur les obligations et les actions.
- **L'analyse** : nous avons simulé différentes allocations en incluant et en excluant les actifs réels de la tranche de croissance et avons également modifié l'allocation initiale (75 % d'actifs de couverture des engagements et 25 % d'actifs de croissance) en vue d'augmenter la part des actifs de croissance. Nous avons pris en compte les informations suivantes fournies par le client :
 - La préférence pour une certaine part d'actifs axés sur les revenus fixes a été prise en compte, l'allocation aux obligations à haut risque étant dans ce cas complétée par l'immobilier.
 - Dans notre interaction avec l'institution partenaire, celle-ci a souligné son scepticisme à l'égard du capital-investissement, ce qui nous a conduits à lui présenter à titre de comparaison des simulations sur un univers d'investissement excluant et incluant le capital-investissement, car l'inclusion de ce dernier amplifie la possibilité d'obtenir des performances plus élevées (avec un risque plus élevé). Le client a décidé de se concentrer uniquement sur l'infrastructure et l'immobilier et nous avons étudié l'avantage d'intégrer des actifs réels et alternatifs en fonction de différents niveaux d'appétit pour le risque et de différents profils de risque.
 - L'exercice d'allocation portant sur les actifs de croissance a été contraint par une allocation minimale aux actifs de revenu afin de représenter les actifs capables de générer un revenu stable servant à couvrir les décollectes anticipées.
- **Les résultats** : les résultats de nos simulations sont présentés dans le tableau 3. Le point de départ était la répartition 75-25 du client (première colonne en blanc). Nous avons simulé différentes allocations d'actifs en augmentant l'allocation à la tranche de croissance (de 25 à 30 % dans l'allocation 70-30 et à 35 % dans l'allocation 65-35). Pour chacun de ces profils de risque, nous avons également analysé les portefeuilles incluant l'immobilier et l'infrastructure (colonnes en bleu dans le tableau). Pour chaque allocation, nous avons analysé le déficit de financement médian par rapport à l'allocation originale 75-25 (pour laquelle le déficit de financement est donc de 0 %) et le déficit de financement dans les pires 5 % et 1 % des cas, afin d'avoir une idée de ce qui pourrait se produire dans des circonstances extrêmes. L'inclusion d'actifs réels a permis d'améliorer le ratio de financement dans des circonstances extrêmes (5e et 1er percentiles) pour toutes les allocations analysées. Si l'on passe à une allocation plus risquée (70-30 et 65-35), le ratio de financement médian s'améliore, tandis que le cas extrême (1er percentile) se détériore, à moins que l'allocation ne comprenne également des actifs réels (immobilier et infrastructure) qui, grâce à leur profil de diversification, contribuent à améliorer le résultat. Globalement, cela montre comment l'avantage de diversification lié à l'inclusion d'actifs réels peut aider à passer à une allocation plus risquée tout en améliorant les perspectives de niveaux de financement (moyenne et risque de déficit) du point de vue de la gestion actif-passif.

Tableau 3 : Sensibilité de l'allocation proposée à l'écart de ratio de financement

Changement par rapport à l'allocation actuelle :	75-25	75-25 + Immo & Infra	70-30	70-30 + Immo & Infra	65-35	65-35 + Immo & Infra
dans le ratio de financement médian	0,0 %	-0,3 %	2,7 %	2,1 %	5,4 %	4,7 %
dans le 5 ^e perc. Ratio de financement	0,0 %	2,2 %	0,2 %	3,0 %	0,3 %	3,7 %
dans le 1 ^{er} perc. Ratio de financement	0,0 %	3,0 %	-0,6 %	3,3 %	-1,2 %	3,2 %

Source : Amundi Asset Management, à titre d'illustration.

« *L'investissement dans des actifs réels peut contribuer à limiter la perte au sein d'un portefeuille dans des contextes de crise, sous réserve que l'investisseur soit capable de s'en tenir à un horizon temporel et à des contraintes de liquidité appropriés.* »

Les actifs réels et alternatifs offrent une diversification par rapport aux classes d'actifs traditionnelles. Comme nous l'avons déjà évoqué dans la section précédente, leur faible corrélation peut toutefois s'avérer trompeuse car elle est en partie liée à la faible fréquence de valorisation des actifs illiquides, qui ne sont pas négociés sur les marchés publics. Nous avons également reconnu que les actifs privés et publics sont sensibles à certains facteurs macroéconomiques, tels que la croissance, les taux d'intérêt ou l'inflation ; il est notamment clair que les variations des taux d'intérêt affectent la valorisation de l'ensemble des classes d'actifs.

Nous basons nos estimations de corrélation de certains actifs réels et alternatifs avec les actifs traditionnels sur des séries temporelles non lissées. Ces corrélations ont tendance à être plus élevées que celles qui reposent uniquement sur des calculs historiques et des données brutes.

Dans l'illustration ci-dessous, qui représente la matrice de corrélation, les couleurs vont du vert foncé (indiquant une corrélation sensiblement négative) au rouge foncé (indiquant une corrélation très élevée). Cela confirme que l'immobilier et les infrastructures au niveau mondial présentent une corrélation relativement faible avec les actifs traditionnels (surtout avec les actifs obligataires) et peuvent être particulièrement utiles pour diversifier un portefeuille de type obligations / actions.



Source : Amundi Asset Management d'après DataStream, données Bloomberg de 2004 à 2020. Mêmes indices et actifs réels qu'au graphique 2. Les couleurs indiquent le niveau de corrélation, le rouge foncé correspondant à une corrélation élevée (de 0,75 à 1) et le vert foncé à une corrélation fortement négative.

Pourtant, leurs caractéristiques et leur comportement sont différents. Il n'est pas aisé d'évaluer la corrélation entre actifs privés et publics, car ils ne couvrent généralement pas le même type d'entreprises, notamment en raison de l'exposition particulièrement élevée des actifs privés aux secteurs à forte croissance et à haut risque des technologies et de la santé, ainsi que des valorisations élevées liées au fait que le potentiel de résultats de ces entreprises ne s'est pas encore réalisé. Le capital-investissement peut contribuer à limiter la perte au sein du portefeuille dans des contextes de crise grâce à sa réaction décalée en cas de forte correction des actifs risqués. Il va sans dire que cela dépend également de la capacité de l'investisseur à conserver ses investissements illiquides dans de telles circonstances, car le fait de devoir liquider des positions sur des actifs alternatifs pourrait amener ces derniers à se négocier à des prix fortement dépréciés. Nous l'avons bien vu pendant la crise financière de 2008, lorsque certains fonds de dotation américains ont notamment dû céder certaines de leurs participations en capital-investissement dans des circonstances extrêmement défavorables, car ils devaient faire face à des engagements inattendus.

Il existe également une forte hétérogénéité au sein de chacune de ces classes d'actifs, soulignant l'intérêt d'une stratégie diversifiée au sein de chacune d'elles.

À titre d'exemple, certaines stratégies de **capital-investissement**, telles que le capital-risque, les fonds mezzanine ou sectoriels, permettent un ciblage précis de certains segments de marché axés sur la croissance, mais leur profil de rendement est incertain ; tandis que d'autres stratégies, notamment sur le marché secondaire, présentent un profil de rendement attrayant, notamment en termes de réduction de l'effet de la courbe en J, mais leur impact économique est moins direct.

De même, le **marché de la dette privée** offre un large éventail d'opportunités, allant de la dette senior, comme les euro-placements privés ou les petits LBO, aux prêts de grande capitalisation, aux prêts directs, à la dette immobilière, à la dette d'infrastructure... Comme certains de ces marchés sont purement nationaux, la diversification géographique est également beaucoup plus efficace que sur les marchés publics, qui sont souvent intégrés internationalement.

Le **marché de l'infrastructure** offre également une diversification par secteur (transport, énergie, télécommunications...) et par pays, ainsi qu'entre les stratégies « core » à échéance longue assorties d'objectifs de performance de 4 à 8 %, incluant un rendement régulier, et les stratégies « à valeur ajoutée » (croissance) ; ces dernières sont plus proches du capital-investissement en termes d'échéance et de performance, avec des approches régionales et sectorielles sur une base opportuniste.

Enfin, le **marché immobilier** est évidemment très diversifié en termes de zones géographiques, de type d'actif (logement, industriel, bureau, entrepôt...), de degré d'effet de levier et de niveau de risque, allant des actifs « core » aux actifs à valeur ajoutée, ou encore opportunistes.

« Le contexte économique et les considérations de valorisation peuvent aider à mettre en œuvre un certain degré d'allocation dynamique dans une perspective de moyen terme. »

Possibilité limitée d'allocation dynamique aux actifs réels et alternatifs

Une fois qu'une allocation stratégique aux actifs réels et alternatifs a été définie, les investisseurs peuvent être tentés de mettre en œuvre un certain degré d'allocation dynamique autour de pondérations cibles, comme ils le font souvent pour les actifs traditionnels. Les considérations liées au contexte économique et aux valorisations, en particulier, peuvent être intégrées dans un vaste cadre d'allocation d'actifs appliqué sur un horizon à moyen terme (1 à 3 ans). Les considérations à plus court terme, telles que les facteurs techniques et la perception du risque, qui sont également prises en compte dans notre évaluation standard des classes d'actifs, sont moins adaptées à l'analyse de l'univers des actifs réels et alternatifs, en raison de leur liquidité limitée.

Influence des conditions cycliques

En ce qui concerne le contexte économique, nous pouvons analyser l'impact du cycle économique. En fait, les classes d'actifs réels et alternatifs sont affectées par les conditions cycle économique, de dette publique et des marché d'actions. De plus, elles affichent une volatilité dépendant du temps et se comportent différemment selon les conditions économiques et financières du moment. Nous avons appliqué à ces actifs notre méthodologie Advanced Investment Phazer (AIP), qui identifie cinq régimes d'investissement différents, ainsi que les classes d'actifs à privilégier dans chacun d'eux. Ces régimes sont les quatre qui caractérisent habituellement la position dans le cycle économique (ralentissement, contraction, reprise, fin de cycle), auxquels nous avons ajouté un cinquième (reflation des actifs), qui prend explicitement en compte l'approche non conventionnelle de la politique monétaire de plus en plus fréquente depuis la grande crise financière.

L'AIP est notre outil d'analyse qui déploie des algorithmes de clustering afin de fournir des évaluations des tendances économiques mondiales à court et moyen terme fondées sur des probabilités et d'en déduire des recommandations d'investissement. L'AIP englobe les régimes macroéconomiques et financiers en cloisonnant l'ensemble des données à l'aide de facteurs mondiaux et de déterminants locaux (les données des marchés développés et des marchés émergents sont prises en compte). Par conséquent, la politique monétaire - tant conventionnelle que non conventionnelle - et l'effet de levier privé sont intégrés, de même que les indicateurs d'activité économique.

Le modèle permet de calculer la « probabilité » des régimes, conditionnée et définie par des prévisions macroéconomiques internes. Il peut être utilisé pour évaluer l'opportunité d'investir dans des actifs réels et alternatifs en examinant la probabilité attendue pour chacun des régimes à court et moyen terme. Malgré toutes ces limites, nous pensons qu'il est utile d'appliquer un cadre commun aux actifs traditionnels et alternatifs dans l'allocation dynamique également, avec un horizon de moyen terme.

En appliquant l'AIP aux actifs réels et alternatifs, nous montrons que les actifs alternatifs cycliques et axés sur la croissance, tels que le capital-investissement, devraient bénéficier d'environnements expansionnistes classiques (comme le confirment les données historiques), tandis que les actifs alternatifs plus défensifs, tels que la dette privée et l'infrastructure, devraient être favorisés dans les contextes de récession. Notre scénario central pour 2021 demeure en faveur des actifs alternatifs cycliques et axés sur la croissance, mais la probabilité d'un scénario de risque baissier reste non négligeable.

Tableau 4. Préférence pour les actifs alternatifs dans différents régimes d'investissement définis par l'Advanced Investment Phazer

	CORRECTION	CONTRACTION	REFLATION	RECOVERY	FIN DE CYCLE
	Phase défensive	Phase défensive	Phase positive	Phase positive	Phase légèrement positive
Actions de l'immobilier					
Capital-investissement					
Dette privée					
Infrastructure					

Source : Amundi Asset Management, Recherche Cross Asset. Advanced Investment Phazer, janvier 2021. La couleur rouge correspond aux actifs les moins favorables et la couleur verte aux actifs les plus favorables.

Considérations relatives à la valorisation

La valorisation est une autre variable clé à intégrer dans la définition d'une allocation d'actifs dynamique (à moyen terme). Les professionnels du capital-investissement ont tendance à s'intéresser particulièrement aux multiples d'EBITDA intégrés dans les prix d'achat. Quant aux spécialistes de l'immobilier, ils tendent à surveiller de près les taux de capitalisation³, par rapport aux tendances historiques, mais surtout par rapport aux rendements obligataires, en vue d'évaluer l'attrait relatif de la classe d'actifs. Dans l'univers de la dette privée, les investisseurs devraient se concentrer sur les spreads par rapport aux titres publics de notation similaire.

Des indicateurs tactiques à plus court terme, tels que les volumes de transactions et les flux entrants dans les fonds, peuvent faciliter la compréhension de la dynamique de ces actifs. Les capitaux disponibles, soit le montant des liquidités devant encore être investies, par exemple dans des fonds, sont notamment représentatifs de l'équilibre du marché, des niveaux élevés signifiant généralement qu'il existe un excès de demande par rapport aux cibles d'investissement attrayantes.

Les défis de l'allocation dynamique aux actifs réels et alternatifs

Le rebalancement d'un portefeuille comprenant des actifs réels et alternatifs est néanmoins soumis à d'importantes contraintes et nous conseillons la prudence quant au bénéfice potentiel des décisions d'allocation dynamique, en raison de la spécificité des actifs réels et alternatifs :

- le degré élevé d'idiosyncrasie de ces actifs affaiblit le lien entre une perspective d'allocation d'actifs et sa mise en œuvre ;
- les investisseurs doivent garder à l'esprit que les indicateurs quantitatifs relatifs aux actifs alternatifs ne sont pas aussi significatifs qu'ils le sont pour les actifs traditionnels. Les taux de capitalisation officiels peuvent être surestimés, par exemple si le propriétaire a renoncé au loyer sur une certaine période ou a proposé de prendre en charge des travaux de restauration afin d'éviter d'avoir un bien vide ;
- une autre difficulté majeure réside dans le délai potentiellement long entre le moment de la décision d'engager des actifs dans ces stratégies et l'investissement effectif. Si les investisseurs considèrent que la valorisation du capital-investissement est attractive et prennent la décision de le surpondérer, il peut s'écouler quelques années, même s'ils passent par un fonds, avant que le véhicule sélectionné n'investisse ses liquidités dans les entreprises qu'il cible. Le risque est qu'à ce moment-là, la valorisation soit beaucoup moins intéressante. À titre d'illustration, l'un des meilleurs millésimes de ces dernières années pour le capital-investissement a été l'année 2007, bien que celle-ci ait représenté un pic pour les actions publiques, puisque les fonds lancés cette année-là ont pu réaliser une bonne partie de leurs achats en 2009, à des niveaux de valorisation bien inférieurs.

³Le taux de capitalisation (ou « cap rate ») est un indicateur largement utilisé pour évaluer le taux de rendement de l'investissement réalisé dans un bien immobilier. Il est défini comme le rapport entre le revenu net d'exploitation et la valeur actuelle de marché de l'actif.

« Des indicateurs tactiques à plus court terme, tels que les volumes de transactions et les flux entrants dans les fonds, peuvent faciliter la compréhension de la dynamique des actifs réels et alternatifs. »

- Comme nous l'avons déjà mentionné, des proxies liquides peuvent être utilisés pour gérer les changements dans l'allocation d'actifs mais, en tant que proxies, ils reflètent de manière imparfaite le comportement de l'actif sous-jacent. Ce manque de flexibilité dans l'allocation dynamique est évidemment moins problématique pour les classes d'actifs alternatives qui offrent plus de liquidité, comme la dette privée, où les investisseurs peuvent être remboursés relativement rapidement, ou même l'immobilier, où un certain niveau de liquidité peut être atteint, même si celui-ci a un prix.

Malgré ces limites, nous pensons que la compression générale des rendements et la demande croissante des investisseurs pour ces actifs pourraient à l'avenir rendre d'autant plus importante l'intégration d'une composante plus dynamique dans la génération de performance au sein des portefeuilles incluant ces actifs. Nous pensons également que les problématiques liées au manque de disponibilité et à la pertinence des données mentionnées dans la première section devraient progressivement s'atténuer à mesure que l'univers des actifs réels et alternatifs s'étendra et que leur couverture s'améliorera.

Cela conduira probablement les investisseurs à prêter une certaine attention aux indicateurs relatifs à l'impact du cycle économique et aux considérations de valorisation pour piloter leur allocation. Cela pourra notamment les aider à définir une trajectoire pour atteindre une allocation stratégique cible à ces actifs : en d'autres termes, à décider d'accélérer ou de ralentir le rythme de leurs investissements en fonction de leur évaluation de l'attrait actuel de ces actifs. Ce pilotage est évidemment plus facile à mettre en œuvre dans le segment « moins illiquide » de cet univers, c'est-à-dire pour la dette privée plutôt que pour les infrastructures.

« Les considérations d'allocation d'actifs dynamique méritent d'être étudiées, et il existe des instruments, aussi imparfaits soient-ils, pour mettre en œuvre un rééquilibrage en faveur de ces actifs. »

L'utilisation de proxies liquides peut faciliter ce rebalancement, mais ceux-ci, comme nous l'avons souligné précédemment, peuvent se comporter très différemment de leurs homologues illiquides. Passer par le marché secondaire est une autre possibilité, car il existe un flux régulier de ventes d'actifs par des fonds qui rencontrent des problèmes de gouvernance ou qui arrivent en fin de vie. Les coûts associés peuvent toutefois être importants, car ce marché est actuellement dirigé par les vendeurs, tandis que les acheteurs doivent généralement passer par un processus de vente aux enchères et ont une capacité très limitée à sélectionner des entreprises dans l'ensemble de ce qui est proposé.

En résumé, l'AAS reste clairement la décision clé pour déterminer l'exposition appropriée (bêta) des portefeuilles mondiaux aux actifs réels et alternatifs, qui sont généralement des investissements à long terme, et les investisseurs devraient piloter leur allocation à ces actifs par étapes progressives ; mais les considérations d'allocation dynamique méritent d'être étudiées et des instruments existent, bien qu'imparfaits, pour mettre en œuvre une réallocation vers ces actifs.

« Le succès de l'investissement dans les actifs alternatifs dépend des compétences des investisseurs en matière de sourcing, d'analyse et de suivi des actifs, ainsi que de leur bonne gestion d'un point de vue opérationnel. »

La mise en œuvre est essentielle

Une fois que la décision d'allocation d'actifs a été prise, vient la question de savoir comment la mettre en œuvre. La mise en œuvre est particulièrement complexe s'agissant des actifs réels et alternatifs, qui sont différents à bien des égards. Comme ces actifs sont issus d'un univers très diversifié, le succès de l'investissement dans ce domaine dépend des compétences des investisseurs en matière de sourcing, d'analyse et de suivi des actifs, ainsi que de leur bonne gestion d'un point de vue opérationnel.

1. Concernant le **sourcing des actifs**, nous tenons à souligner que la performance est extrêmement variable et dépend de la capacité des gérants à avoir accès aux transactions les plus attractives. Les gérants spécialisés en capital-investissement disposant d'importants moyens financiers ou ayant accès à un réseau seront plus naturellement en mesure d'identifier les transactions potentielles et d'être appelés à participer à leur financement, tandis que les institutions de second rang, dont les capacités d'analyse et d'investissement sont limitées, risquent de ne pas avoir accès aux meilleures opportunités.
2. Une **capacité d'analyse solide** est nécessaire dans un domaine où les informations officielles font souvent défaut. Une part croissante d'entreprises préfère ne pas faire appel au marché public en raison des lourdes contraintes qui accompagnent une cotation en bourse et de la pression à fournir des rapports trimestriels. L'analyse d'une entreprise non cotée demande donc beaucoup de travail, d'autant plus qu'elles opèrent souvent dans des secteurs à forte croissance, ce qui rend leur évaluation très incertaine, celle-ci reposant sur leurs perspectives et leur potentiel à long terme. Cela vaut également pour l'analyse de titres à haut rendement / haut risque, comme la dette « distressed » ou les entreprises en restructuration.

3. **De solides compétences juridiques sont également nécessaires**, notamment au stade de l'investissement initial, lors de la rédaction du contrat, par exemple lors de la négociation des clauses d'une transaction de dette privée, et pendant la durée de vie de l'investissement. Les termes du contrat peuvent avoir un impact sur le risque de l'actif, en fonction du niveau de protection que l'on a pu définir en tant que créancier. L'expertise juridique est également importante à un stade ultérieur, notamment pour déterminer comment partager les coûts d'entretien d'un bien ou d'un projet d'infrastructure, ainsi que pour maximiser le recouvrement potentiel en cas de défaut de paiement.
4. **Un cadre spécifique d'analyse des risques** doit également être mis en place pour tenir compte de la variété des sources de risque associées à ces actifs.
5. Ensuite, une fois les actifs sélectionnés, la performance est également fortement influencée par la **capacité à les gérer au fil du temps**, et cela comprend un certain nombre d'étapes. Si l'on prend l'exemple de l'immobilier, il existe une valeur ajoutée dans la gestion des actifs, c'est-à-dire dans la maximisation de la valeur des biens à des fins d'investissement, dans la gestion des biens, qui consiste à gérer les activités quotidiennes liées à l'exploitation d'un bien, et dans la gestion des installations.
6. **Les compétences opérationnelles ne doivent pas non plus être négligées dans la gestion des actifs réels et alternatifs**. Les difficultés opérationnelles dans ce domaine sont dues au manque d'automatisation d'un certain nombre d'opérations, ce qui pose des difficultés potentielles dans l'exécution des transactions, la comptabilité des fonds et le reporting. La gestion de collectes et décollectes fréquentes peut également représenter un véritable défi pour les institutions en termes de gestion actif / passif, les obligeant (notamment lorsqu'elles investissent dans des fonds de capital-investissement) à développer des outils pour les aider à gérer les dividendes ou le produit des ventes d'actifs, du côté des flux entrants, ainsi que les flux sortants dus aux appels de fonds.

« L'approche d'investissement dans des actifs réels peut prendre différentes formes, allant de l'investissement via des fonds de fonds ou des fonds de mandats aux investissements directs, selon la taille et l'expertise de l'investisseur. »

Face à ces défis, les institutions se lancent généralement dans l'univers des actifs réels et alternatifs en investissant dans des fonds de fonds, ou des fonds de mandats, une bonne manière de se familiariser avec ces actifs complexes. Ces véhicules apportent en fait une diversification utile aux investisseurs qui ne peuvent envisager qu'une faible allocation à ces actifs à risque spécifique élevé, et facilitent la diversification au fil du temps, les performances pouvant varier sensiblement entre des fonds lancés à des millésimes différents. Sur le plan négatif, les fonds de fonds comportent une double couche de frais, un inconvénient qui peut être atténué par l'utilisation de fonds investissant à la fois dans des fonds et des co-investissements. Certains assureurs européens ont délégué la gestion d'un fonds immobilier à un spécialiste des actifs alternatifs. Ce fonds comprend à la fois des investissements immobiliers directs que l'assureur possédait déjà et d'autres actifs. Il pourrait alors être inclus dans la gamme d'unités de compte qu'il propose à ses clients.

Dans un deuxième temps, les investisseurs peuvent décider de tirer profit de leur expérience pour investir dans des fonds qu'ils se sentent désormais capables de sélectionner eux-mêmes. Les fonds ont l'avantage de permettre aux investisseurs de gérer leur allocation aux actifs réels et alternatifs avec une certaine flexibilité. À titre d'exemple, comme il peut falloir quelques années avant d'atteindre une certaine pondération cible pour l'immobilier direct, l'utilisation de fonds immobiliers, qui offrent une certaine liquidité, peut s'avérer utile. Dans le cas d'une allocation mixte d'actifs réels et alternatifs, investir initialement une part du portefeuille dans des fonds de dette privée et d'immobilier générant des performances peut compenser l'effet négatif de la courbe en J des investissements initiaux dans le capital-investissement. Ceux-ci peuvent ensuite être remboursés au fur et à mesure que les investissements directs sont réalisés.

Puis, lors de la dernière étape, les investisseurs peuvent décider d'effectuer des placements directs. Cela suppose que la taille de leur encours sous gestion soit suffisamment importante pour leur fournir une capacité de sourcing et qu'ils aient développé en interne les compétences nécessaires que nous avons mentionnées plus haut, allant de l'analyse au juridique, en passant par le risque et l'exécution.

Au terme de ce parcours, nous conseillons aux investisseurs institutionnels désireux d'intégrer des actifs alternatifs d'adopter un cadre d'allocation d'actifs défini selon les quatre étapes suivantes.



Graphique 7 : Cadre d'allocation d'actifs d'Amundi pour les investisseurs institutionnels



Source : Amundi Asset Management

Conclusion

Les actifs réels et alternatifs représentent une part croissante des portefeuilles des investisseurs et cette tendance devrait se poursuivre dans l'environnement mondial de taux d'intérêt bas, qui devrait prévaloir pendant une période prolongée. Leur intégration dans un cadre d'allocation d'actifs pose un certain nombre de difficultés, une complexité notamment due à leur liquidité limitée et à la faible fréquence de leur valorisation, ainsi qu'à leur degré élevé d'hétérogénéité. Nous avons montré comment, malgré ces limites, l'application et l'adaptation de notre cadre de modélisation à la prise en compte de ces actifs peuvent aider aux décisions d'allocation d'actifs. Nous pensons qu'il y a des avantages certains à les analyser et à mieux les comprendre d'un point de vue quantitatif, ce qui est utile pour procéder à un exercice d'optimisation, dont le résultat constitue un point de départ rigoureux, à associer à de nombreux éléments subjectifs. De même, malgré les limites évidentes de l'allocation dynamique dans le cas de ces actifs, nous avons décrit comment l'identification des phases du cycle économique et des indicateurs de valorisation peut aider à fixer le rythme progressif vers une allocation stratégique cible.

Nous sommes convaincus que l'un des principaux avantages de ces actifs est lié à leur potentiel de diversification selon de nombreux critères différents, tels que l'horizon d'investissement, le niveau de risque ou les facteurs macroéconomiques. De plus, ils viennent compléter les actifs traditionnels en vue d'atteindre les objectifs définis car ils permettent aux investisseurs d'accéder à un univers d'investissement très différent.

L'un des messages clés est que, davantage encore que dans l'allocation d'actifs traditionnels, définir la manière de pondérer les actifs réels et alternatifs dans un portefeuille nécessite de prendre en compte les spécificités des investisseurs. Celles-ci sont liées au passif de l'investisseur, à son appétit pour le risque et à ses objectifs d'investissement, notamment ceux qui ne sont pas purement financiers, comme les considérations ESG, qui sont de plus en plus applicables à cet univers d'actifs. Nous avons également indiqué que les ressources disponibles pour analyser ces actifs et les surveiller au fil du temps peuvent influencer sur la décision d'allocation. Leur degré d'hétérogénéité étant particulièrement élevé, les questions de mise en œuvre peuvent en effet avoir un impact significatif sur les performances, notamment en ce qui concerne la sélection des instruments et la gestion opérationnelle. Par conséquent, aussi attrayants que ces actifs puissent paraître, leur allocation requiert le plus grand professionnalisme et doit être effectuée par étapes, en commençant par les fonds de fonds, puis les fonds avant de passer aux investissements directs. Nous espérons que cet article aidera les investisseurs à identifier plus clairement la manière d'aborder ces actifs.

Références

ⁱ« [Multi Asset : une solide approche de portefeuille total pour un monde complexe](#) », Amundi Blue Paper, de Matteo Germano et Eric Tazé-Bernard, juin 2020.

ⁱⁱ« [Covid-19 : la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années 70](#) », Amundi Day After Paper n°1, de Pascal Blanqué, mai 2020.

ⁱⁱⁱComme décrit par Woodward, S. et R. Hall. dans « Benchmarking the Returns to Venture » Série de documents de travail du NBER (2003)

^{iv}Phalippou, Ludovic et Gottschalg, Oliver, « [Performance of Private Equity Funds](#) » Réunions de l'EFA en 2005 à Moscou.

^vSource : Ang, A., D. Papanikolaou et M. Westerfield (2014), « Portfolio Choice with Illiquid Assets », Management Science, 60(11)

^{vi}Luo, Yiyang. « A study of stock market liquidity from 1973 to 2015 ». Dissertation de l'Institut de technologie du Massachusetts, 2016.

^{vii}Voir notre document CIO Insights récemment publié : « [Liquidity trends in the wake of Covid-19: implications for portfolio construction](#) », de Pascal Blanqué et Vincent Mortier, octobre 2020.

^{viii}Voir notamment « The diversification potential of real estate », Note de discussion de NBIM, novembre 2015

^{ix} Voir par exemple « The Rise of Collaborative Investing: Sovereign Wealth Funds' New Strategies in Private Markets », BCG et Università Bocconi, juillet 2019.

^xVoir le document de travail d'Amundi « [Allocating alternative assets: Why, how and how much?](#) » de S. de Laguiche et E. Tazé-Bernard, DP 08-2014

^{xi}C'est l'un des messages du document de travail d'Amundi « [Real assets: what contribution to Asset Allocation, especially in times of crisis?](#) » de Philippe Ithurbide, DP 27-2017

Document d'Amundi, « Climbing the hill. Asset class views : medium to long-term scenarios and return forecasts », édition 2021

Informations importantes

« Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclbarra.com). Dans l'Union européenne, ce document s'adresse uniquement aux investisseurs « professionnels » tels que définis dans la Directive 2014/65/EU du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (« MIF »), aux prestataires de services d'investissement et à tout autre professionnel du secteur financier, et le cas échéant, conformément à la réglementation locale de chaque pays membre. En ce qui concerne l'offre en Suisse, il s'adresse aux « investisseurs qualifiés » selon la définition fournie dans les dispositions de la loi suisse du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC), de l'ordonnance suisse du 22 novembre 2006 sur les placements collectifs (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 « Appel au public – placements collectifs » du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition de « investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Le présent document est fourni à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Par ailleurs, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement et rien dans ce document ne doit être interprété comme une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un investissement ou d'un titre, ou d'engagement dans une stratégie ou une transaction d'investissement. Rien ne garantit que les performances ou prévisions visées seront atteintes.

Amundi décline toute responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenu responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. En conséquence, ce document est destiné uniquement à être diffusé dans des territoires l'autorisant et auprès d'individus pouvant le recevoir sans se mettre en infraction avec la loi et la réglementation en vigueur. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document. Les chiffres, opinions et estimations peuvent changer sans préavis. Vous bénéficiez d'un droit d'accès aux données vous concernant. Vous pouvez demander une copie de vos données personnelles à l'adresse info@amundi.com. Si vous pensez que nous détenons des informations incorrectes vous concernant, vous pouvez nous contacter à l'adresse info@amundi.com. Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com Crédit photo :- iStock/Getty Images Plus ».

Date de première utilisation : 1er avril 2021.

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ *Directeur des investissements*

Vincent MORTIER *Directeur adjoint des investissements*

Retrouvez-



Venez découvrir Amundi Investment
Insights sur le site

Amundi
ASSET MANAGEMENT