

Alpha portable



Une surperformance est possible même dans le cadre de risques acceptables

Les investisseurs ont souvent des objectifs contradictoires: un rendement aussi élevé que possible sans prendre de risques trop importants. Pour résoudre ce dilemme, le choix entre plusieurs portefeuilles présentant un niveau de risque acceptable se portera en général sur celui qui laisse augurer du rendement le plus élevé. Une solution, qui va d'ordinaire à l'encontre de la diversification, est loin d'être optimale et limite de surcroît la possibilité d'une gestion active. Les stratégies d'«alpha portable» peuvent remédier à ce problème.

Le profil de risque d'un portefeuille étant largement fonction de l'allocation stratégique des actifs qui le composent, les investisseurs en quête de rendements supérieurs détiendront des portefeuilles dotés d'une proportion élevée d'actions. En revanche, les investisseurs présentant une forte aversion au risque se limiteront, dans le cadre d'un placement traditionnel, aux portefeuilles surpondérés en obligations. Dans les deux cas, les portefeuilles sont moins diversifiés et ainsi, non optimaux, parce qu'ils dépendent pour ainsi dire de l'évolution d'une seule catégorie de placement.

Cette absence de diversification a un autre désavantage important qui est souvent négligé: elle réduit fortement la possibilité de générer une meilleure performance grâce à une gestion active. Prenez, par exemple, le cas d'un investisseur suisse qui, pour des considérations liées au risque, n'investit que dans des emprunts en CHF. Ce marché étant de taille relativement modeste, il peut être difficile de trouver des emprunts présentant les caractéristiques souhaitées (durée, solvabilité, etc.), ce qui conduit à des risques non désirés. En l'absence d'alternatives, il devient dès lors difficile de dégager des rendements supplémentaires en prenant un risque acceptable.

«Quand les objectifs se contredisent: Alpha portable»

Une solution idéale consisterait à appliquer une stratégie qui présente fondamentalement les caractéristiques d'un portefeuille d'obligations en CHF, tout en bénéficiant d'un large éventail de possibilités de placements afin de réaliser une meilleure performance. C'est exactement ce que peuvent offrir les stratégies d'alpha portable.

L'alpha portable repose sur un principe simple: le succès de toute stratégie de placement est calculé en fonction de la somme des rendements du marché (souvent appelés «bêta») et des résultats des décisions actives de placement (= rendement actif ou «alpha»). Un portefeuille d'actions à gestion active, par exemple, tire son bêta du marché des actions. Les rendements supplémentaires obtenus en sous-pondérant ou surpondérant des titres individuels sont attribuables à l'alpha. Si, par ex., le marché des actions augmente de 10 % et le portefeuille dégage un rendement total de 13 %, alors on aura généré un alpha de 3 % (sélection experte de titres) et un bêta de 10 %. Dans notre hypothèse, le bêta du portefeuille est égal à 1.

Les sources d'alpha et de bêta présentent une multitude de combinaisons possibles

Si l'on sépare le bêta de l'alpha, il est possible de créer des placements entièrement nouveaux dans le cadre desquels le bêta d'une source est combiné avec l'alpha d'une autre. L'alpha est ainsi transposé sur un autre bêta (d'où la désignation d'alpha portable). Il est, par exemple, possible de constituer un portefeuille qui se comporte essentiellement comme un portefeuille d'obligations mais qui dégage des rendements supplémentaires (alpha) sur le marché des actions. Ce portefeuille présentera un niveau de risque légèrement supérieur, quoique comparable, à celui d'un portefeuille d'obligations et pourra simultanément bénéficier des nombreuses opportunités de rendement qu'offre le marché des actions. Il existe, bien évidemment, d'autres sources d'alpha, tels que les marchés obligataires internationaux. Ce dernier choix présente ceci de particulièrement intéressant dans notre cas que les deux sources de rendement proviennent du domaine obligataire, ce qui en facilite le classement en tant que portefeuille d'obligations.

Comment un tel portefeuille est-il conçu? Les dérivés permettent de reproduire relativement facilement le bêta. Ainsi, le bêta d'un portefeuille d'obligations peut être constitué de ce qu'on appelle les swaps, tandis que le bêta d'un portefeuille d'actions peut être obtenu au moyen de contrats à terme sur indice («futures»). Générer un alpha adéquat est, en revanche, plus épineux. En effet, afin de garantir que le risque global demeure à un certain niveau, un tel portefeuille doit avoir en moyenne un bêta de zéro. En même temps, cette composante de la stratégie d'alpha portable doit pouvoir dégager un surplus de rendement attrayant. C'est pourquoi ce sont surtout les portefeuilles «Absolute Return» qui entrent en ligne de compte comme sources d'alpha. Les stratégies «Absolute Return» ont pour objectif de réaliser un rendement absolu attrayant sans qu'il y ait de corrélation élevée avec le marché. Il faut donc qu'elles reposent sur un bêta faible et que l'essentiel de la performance provienne de l'alpha, ce qui présume l'utilisation de dérivés.

Un principe simple, mais qui requiert beaucoup de savoir-faire

En somme, l'idée de base est simple, mais sa mise en œuvre requiert un important savoir-faire. La stratégie ne peut être couronnée de succès que si ses parties individuelles fonctionnent bien, sont correctement assemblées et réalisent ce qu'on attend d'elles. Il ne suffit pas d'avoir du «flair» pour les opportunités de placement, il faut aussi et surtout faire preuve d'excellence dans la gestion du risque et la mise en œuvre.

Les stratégies d'alpha portable sont toujours pertinentes dès lors que l'univers de placement se trouve fortement limité par des considérations d'ordre stratégique, comme c'est le cas pour les caisses de pension ou les assurances-vie dont les investissements sont essentiellement fonction de leurs obligations. La combinaison d'un bêta dépendant de l'évolution des taux d'intérêt à long terme et d'un alpha effectif permet d'élaborer des stratégies d'«Asset Liability Management» très efficaces. Mais l'alpha portable est aussi intéressant pour d'autres investisseurs qui ont alors la possibilité d'utiliser activement une gamme élargie de placements pour dégager des rendements supplémentaires sans accroître fortement le risque global du portefeuille. On peut songer par ex. à un placement plus efficace en fonds à court terme ou à la sélection de portefeuilles mixtes, ce qui permet d'améliorer le profil risque/rendement de manière significative.

En bref: les stratégies d'alpha portable sont des alternatives importantes et dignes de considération qui peuvent contribuer à optimiser sensiblement la capacité de rendement d'un portefeuille avec un risque quasiment inchangé.

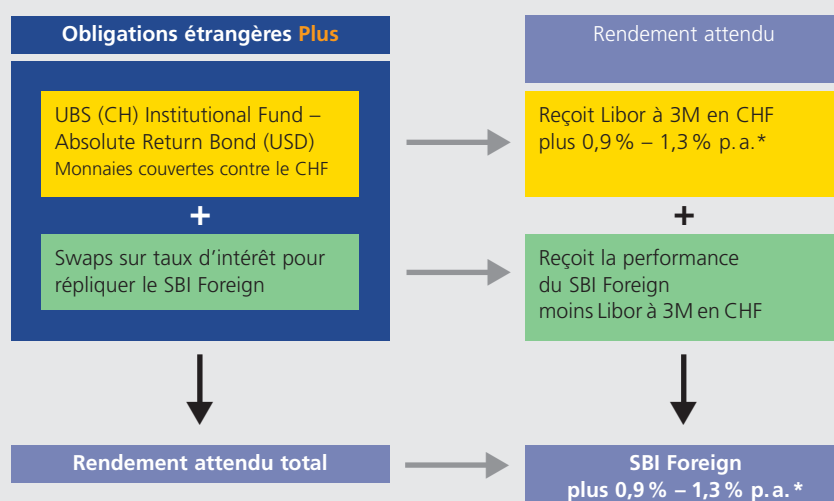
José Antonio Blanco
Regional Chief Investment Officer CEMEA,
UBS Global Asset Management

Alpha portable – un exemple tiré de la pratique

Le «groupe de placement Obligations étrangères Plus», qui a été mis au point par UBS Global Asset Management pour la Fondation UBS pour l'investissement du patrimoine d'institutions de prévoyance (AST) et qui a été traité sous un angle plutôt théorique dans un article précédent, est un exemple de stratégie d'alpha portable à la fois d'actualité et tiré de la pratique.

Le groupe de placement investit dans deux composantes: l'enjeu consiste ici à répliquer exactement les caractéristiques risque/rendement du marché obligataire en CHF (composante passive) tout en exploitant le potentiel de performance des marchés obligataires mondiaux (composante active). La composante passive a pour objectif de répliquer la courbe des taux et les rendements du Swiss Bond Index Foreign (SBI Foreign) et utilise pour ce faire des swaps sur taux d'intérêt. Une combinaison optimale de swaps sur taux d'intérêt de durées différentes permet de répliquer presque exactement la courbe des taux du SBI Foreign. Cette opération ne requérant que très peu de liquidités, la majorité des fonds peut être investie dans la composante active, la stratégie «UBS Absolute Return Bond (ARB)». C'est là que sont générés les rendements supplémentaires.

Le principe fondamental du groupe de placement Obligations étrangères Plus, à savoir reproduction du SBI Foreign par le biais de swaps sur taux d'intérêt et génération de rendements alpha à partir de la composante «Absolute Return Bond», est illustré dans le diagramme ci-dessous:



* Rendement supplémentaire attendu sur les stratégies Absolute Return 0,9% – 1,3%.
UBS Global Asset Management n'offre toutefois aucune garantie d'évolution de la performance.

La première composante du portefeuille (en vert) – la reproduction du SBI Foreign – est réalisée par le biais de swaps sur taux d'intérêt. UBS SA, en sa qualité de contrepartie du swap, crédite le groupe de placement de la contre-valeur d'un paiement d'intérêts à taux fixe sur plusieurs années (dans notre cas, la durée correspond à environ cinq ans) et le groupe lui verse en échange un paiement d'intérêts sur la base du taux variable du marché monétaire en CHF (Libor à trois mois). La stratégie ARB (composante en jaune) permet de réaliser le surplus de rendement, qui est constitué du taux variable du marché monétaire en CHF plus l'alpha découlant de la stratégie ARB.

des emprunts de moindre solvabilité, qui présentent toutefois un potentiel de rendement plus élevé, et être investi jusqu'à 20% dans des obligations à haut rendement et dans celles des marchés émergents. Autrement dit: dans le cadre de ce portefeuille, la mission de la stratégie ARB est de générer de l'alpha.

Dans cette optique, plusieurs sources différentes sont exploitées, telles que la durée (qui peut être contrôlée activement et peut aussi évoluer en zone négative) ou les écarts de taux (spreads). Le risque de change est assorti d'une couverture aussi complète que possible contre le CHF. La part en monnaies étrangères au sens de l'OPP2 n'est pas imputée.

L'objectif de placement du «groupe de placement Obligations étrangères Plus» est de réaliser une surperformance (alpha) par rapport au SBI Foreign. Le surplus de rendement est recherché dans un portefeuille d'obligations largement diversifié et transféré sur le SBI Foreign (transfert d'alpha).

Notre concept «Obligations étrangères Plus» présente donc, selon nous, une solution de placement innovante pour les caisses de pension suisses: il permet en effet de dégager un potentiel de rendement plus élevé en ne prenant qu'un risque additionnel limité.

Les avantages d'une telle combinaison stratégique sont clairs:

- Potentiel de rendement alpha plus élevé, indépendamment du contexte des taux
- Meilleure diversification grâce à un univers de placement élargi
- Niveau élevé de liquidités et utilisation de techniques de gestion de portefeuille innovantes, même pour les patrimoines plus modestes
- Accès aisé à la stratégie

Stefan Jakob Weber
Capability Manager Fixed Income,
UBS Global Asset Management

«Absolute Return» est une stratégie visant à dégager un rendement dont la dépendance vis-à-vis d'un indice de référence est inférieure à celle d'une stratégie de placement «Relative Return». Au cœur de la stratégie ARB se trouve un portefeuille d'obligations mondiales largement diversifié consistant en des emprunts d'Etat, d'entreprises et hypothécaires d'une qualité de crédit Investment Grade. Celui-ci peut aussi comprendre

Informations supplémentaires

Pour toute question ou pour convenir d'un entretien conseil, vous pouvez contacter à tout moment votre conseiller en placement ou votre interlocuteur régional.

Berne, Haut-Valais, Soleure

Rolf Burkhardt, tél. 031-336 23 93
rolf.burkhardt@ubs.com

Zurich, Saint-Gall, Tessin, Appenzell, Glaris, Grisons, Schaffhouse, Thurgovie

Helmut Fleischmann, tél. 044-237 45 75
helmut.fleischmann@ubs.com

Bâle-Campagne, Bâle-Ville

Thomas Gloor, tél. 061-289 34 60
thomas-za.gloor@ubs.com

Lucerne, Argovie, Nidwald, Obwald, Schwyz, Uri, Zoug

Herbert Jurt, tél. 041-208 23 66
herbert.jurt@ubs.com

Genève, Vaud, Neuchâtel, Valais romand, Fribourg, Jura

Philippe Troesch, tél. 022-375 74 24
philippe.troesch@ubs.com

Diverses publications à l'attention de la clientèle institutionnelle peuvent être commandées auprès de sh-ia@ubs.com

Vous trouverez de plus amples informations à l'adresse www.ubs.com/clientele-institutionnelle

L'éditeur du présent document est la société de droit suisse UBS SA. La diffusion de ce rapport n'est autorisée qu'aux conditions stipulées dans le droit applicable. Le document a été établi indépendamment d'objectifs d'investissement spécifiques, d'une situation financière particulière ou des besoins spéciaux d'un destinataire particulier. Son objectif est purement informatif et il ne constitue pas une invitation à la présentation d'une offre, à la conclusion d'un contrat, à l'achat ou à la vente de titres ou d'instruments financiers apparentés quels qu'ils soient. Il se peut que les produits ou titres décrits dans le présent document soient inadaptés ou interdits à la vente

dans diverses juridictions ou pour certains groupes d'investisseurs.

Les informations collectées et les avis émis dans le présent document reposent sur des données dignes de confiance issues de sources fiables, mais ne prétendent ni à l'exactitude ni à l'exhaustivité des indications relatives aux titres, marchés et évolutions dont il est question. Les performances (simulées ou réelles) passées des divers investissements n'offrent aucune garantie quant aux évolutions futures. Les informations ou opinions peuvent changer à tout moment, sans notification préalable. UBS SA ainsi

que les autres membres du Groupe UBS sont autorisés à prendre des positions d'achat et de vente sur les titres et les autres instruments financiers mentionnés dans le document.

Toute reproduction, distribution ou réédition du présent document, quel qu'en soit l'objectif, est interdite sans l'autorisation expresse d'UBS SA.

©UBS 2007. Tous droits réservés.