



Diversification internationale : les mérites de l'équipondération

30 janvier 2023

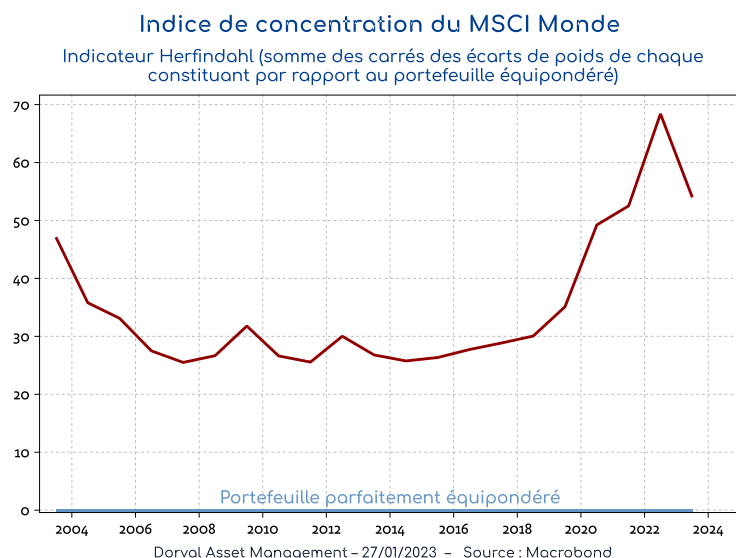
Chers clients, chers partenaires,

Les indices pondérés par les capitalisations boursières demeurent le standard de l'industrie de la gestion. Pourtant, la forte concentration de ces indices autour de quelques valeurs-phares représente un risque significatif, particulièrement lorsque ces valeurs perdent le leadership structurel du marché. La méthode de l'équipondération permet de minimiser ce risque, ce qui sied particulièrement bien aux investisseurs et épargnants qui visent une véritable diversification internationale de leurs portefeuilles.

La grande majorité des gérants se compare à un indice presque toujours pondéré par les capitalisations boursières disponibles (le « flottant »), comme le CAC 40, l'Euro Stoxx 50 ou le MSCI Monde. Cette approche se justifie par le fait que chaque gestion est sensée se comparer au portefeuille détenu dans son univers de valeurs. L'approche a cependant quelques inconvénients.

Les gérants sont en effet souvent conduits à pondérer leurs portefeuilles non pas seulement en fonction de l'attractivité qu'ils attribuent à chaque société, mais d'abord en fonction de leur capitalisation flottante. Et si l'indice de référence est très concentré sur un petit nombre de valeurs-phares (GAFAM aux Etats-Unis, champions du luxe en France), les risques spécifiques deviennent importants.

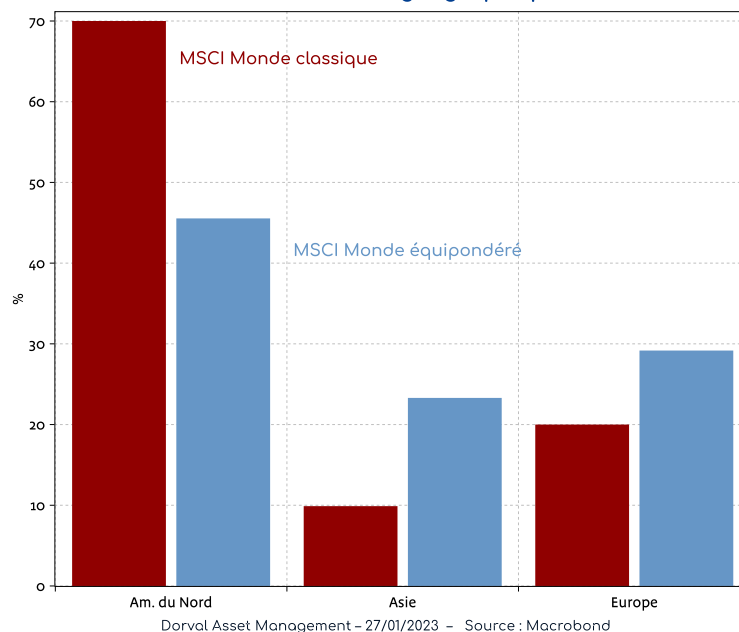
Cet inconvénient est devenu majeur, l'indice MSCI monde devenant de plus en plus concentré à partir du milieu des années 2010 (graphique 1). Aujourd'hui, les 10 premières valeurs du MSCI monde pèsent pour 18,6% de l'indice, contre 9,4% en 2014. Dans un portefeuille parfaitement équipondéré, les dix premières valeurs ne représenteraient que 0,66% de l'indice (10 divisé par 1508 valeurs).





Les investisseurs utilisant souvent la gestion internationale pour diversifier leur portefeuille, la forte concentration du MSCI Monde pose donc de sérieux problèmes. La fin possible du leadership des GAFAM, par exemple, risque de coûter cher. A l'inverse, la référence à un indice équi pondéré permet d'obtenir la plus grande diversification possible par société (minimisation du risque spécifique). Elle permet aussi d'améliorer considérablement le niveau de diversification par régions (graphique 2), par pays et par secteurs. Alors que le MSCI Monde est constitué aux deux tiers par des valeurs américaines, le même indice équi pondéré fait tomber le poids des Etats-Unis à 40%, au profit de l'Asie (23%, grâce au Japon surtout mais aussi l'Australie, Hong-Kong et Singapour) et de l'Europe (29%). Au niveau des secteurs, le gain en diversification est aussi très sensible, l'écart entre le plus petit et le plus gros secteur se réduisant nettement avec l'équi pondération.

L'équi pondération améliore fortement la diversification géographique



Mais la méthode de l'équi pondération possède aussi un autre mérite. Le rebalancement régulier des portefeuilles, nécessaire pour assurer le maintien de l'équi pondération, revient à prendre des profits sur les valeurs qui ont le plus monté, et à racheter à meilleur compte celles qui ont le plus baissé. Sur longue période, il a été démontré que cette stratégie « contraire » améliore la performance (cf : « *Plyakha Y Uppal R Vilkov G « Why Does an Equal Weighted Portfolio Outperform Value and Price Weighted Portfolios »*, EDHEC, March 2012 »). C'est une des raisons pour lesquelles le MSCI Monde équi pondéré a, bon an mal an, surperformé le MSCI Monde classique au cours des vingt dernières années. Notons cependant que la gestion et le rebalancement de portefeuilles comportant un grand nombre de valeurs supportent des coûts, même si ceux-ci ont considérablement baissé au cours des deux dernières décennies. Ces coûts peuvent cependant être minimisés par la méthode dite de « l'échantillonnage stratifié » qui permet de répliquer le comportement de l'indice avec un panier nettement plus réduit que les 1500 valeurs du MSCI Monde.

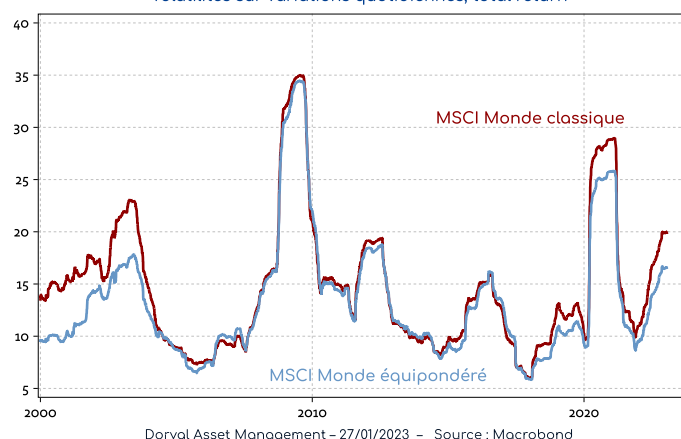


MSCI Monde versus MSCI Monde équilibré
performances total return, en monnaies locales



Ce processus de gestion est celui qui suit la gamme de fonds globaux de Dorval AM (Global Conviction et Global Conviction Patrimoine). Grâce à un panier-cœur de 200 valeurs équilibrées réparties dans toutes les régions et dans tous les secteurs, nous assurons une très grande diversification, et donc une forte réduction des risques spécifiques. Avec la remise en cause actuelle du leadership des GAFAM, la méthode permet d'avoir une exposition à la fois plus mesurée, moins concentrée et moins chère (PER plus bas) au marché américain. Depuis trois ans, et particulièrement au cours des derniers mois, l'équilibrage permet aussi une moindre volatilité par rapport au MSCI Monde classique (graphique 4). Cet avantage en termes de volatilité ressemble un peu à ce qui s'était passé au début des années 2000, quand le leadership des « TMT » s'était évanoui. Cette période s'était caractérisée par une meilleure performance et une moindre volatilité des portefeuilles internationaux équilibrés par rapport au MSCI Monde classique. Nous constatons à peu près la même chose aujourd'hui.

Volatilités sur un an glissant
MSCI Monde vs MSCI Monde EW
Volatilités sur variations quotidiennes, total return



Positionnement actuel : dans nos fonds flexibles globaux nous maintenons une exposition assez élevée au marché des actions. Nous privilégions les thèmes de la transition énergétique (panier de 40 valeurs équilibrées), de la baisse du risque européen (petites valeurs) et des marchés émergents. Nous avons une position longue sur les obligations américaines à 10 ans afin de couvrir une partie des risques de volatilité des actions qu'engendreraient une possible récession américaine au premier semestre. Nous continuons à engranger un rendement monétaire croissant en gérant très activement la partie cash de nos portefeuilles.



Nos taux d'exposition sont les suivants :

- Dorval Convictions : le taux d'exposition actions est de 71%.
- Dorval Convictions PEA : le taux d'exposition actions est de 71%.
- Dorval Global Convictions : l'exposition nette aux actions est de 52%, dont Sélection Responsable Internationale 40%, Relances vertes 4%, Baisse des primes de risque Zone Euro/Marchés émergents 8% (Tracker MSCI EM SRI 5%, Tracker MSCI EMU Small cap 3%). Position acheteuse d'obligations à 10 ans américaines : 10%. Le solde est en cash & Equivalents.
- Dorval Global Convictions Patrimoine : l'exposition nette aux actions est de 24%, dont Sélection Responsable Internationale 20%, Relances vertes 2%, Baisse des primes de risque Zone Euro/Marchés émergents 4% (Tracker MSCI EM SRI 2.5%, Tracker MSCI EMU Small cap 1,5%). Protection optionnelle sur l'Eurostoxx 50 : - 2%. Position acheteuse d'obligations à 10 ans américaines : 5%. Tracker Euro IG : 1%. Le solde est en cash & Equivalents.

Dorval Asset Management

Société Anonyme au capital de 303.025 euros

RCS Paris B 391392768 - APE 6630 Z - Agrément AMF n° GP 93-08

1 rue de Gramont, 75002 Paris – T : +33 1 44 69 90 44 – F : +33 1 42 94 18 37

www.dorval-am.com

Mentions légales

Ce document à caractère promotionnel est destiné à des clients professionnels et non professionnels au sens de la directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Dorval Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Dorval Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Dorval Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Dorval Asset Management. Dorval Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. L'OPCVM est autorisé à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans un OPCVM. Les caractéristiques, les frais et le profil de risque et de rendement relatifs à l'investissement dans un OPCVM sont décrits dans le Document d'Informations Clés pour l'Investisseur (DICI) de ce dernier. Le DICI et les documents périodiques sont disponibles gratuitement sur demande, auprès de Dorval Asset Management. Vous devez prendre connaissance du DICI, qui doit vous être remis, préalablement à la souscription. La définition des indicateurs de risques mentionnés dans ce document figure sur le site internet : www.dorval-am.com.