

prévoyance Lundi 29 mars 2010

Risques cachés dans la gestion de portefeuille

Par Sébastien Brocard*

Des règles simples et claires peuvent éviter à l'investisseur de se retrouver sous pression en temps de crise

La matérialisation simultanée de différents risques oubliés ou sous-estimés par les investisseurs fut l'élément marquant de la dernière crise financière. Afin d'éviter qu'une telle situation ne se reproduise, il est nécessaire de vérifier si la structure du portefeuille reflète toujours les caractéristiques de l'allocation stratégique.

Les réponses aux questions suivantes devraient notamment être apportées: le pilotage de l'allocation a-t-il été optimal? Les décisions de gestion successives ont-elles permis de conserver une structure de portefeuille efficiente? Les véhicules d'investissement sélectionnés ont-ils introduit des risques non désirés dans le portefeuille?

Les marges tactiques représentent un élément important de la politique de placement. Fixées lors de la définition de l'allocation stratégique, elles permettent au portefeuille de fluctuer autour de l'objectif de long terme. Optimalement, les marges tactiques devraient être établies de manière à contrôler le risque global du portefeuille tout en limitant les frais de transaction liés à de trop fréquents rebalancements.

Lors de la dernière crise, en raison d'une tolérance au risque affaiblie, de nombreux investisseurs n'ont pas respecté ces marges, notamment en ne rachetant pas d'actions. Cette décision a fortement pénalisé la performance lors de la reprise des marchés. Déjà rencontrée lors de la précédente crise (2001-2002), cette situation montre que, sur un cycle complet, le rebalancement mécanique du portefeuille s'avère plus efficient et évite à l'investisseur de se reposer sur des anticipations souvent erronées.

Une fois la stratégie choisie, l'investisseur met en place la structure de son portefeuille. Par exemple, pour gérer les actions suisses, il attribuera des mandats ou achètera des parts de fonds de placement. Cette démarche cherche à réduire l'impact de l'éventuelle sous-performance d'un des gérants. D'expérience, l'investisseur a tendance à «sur diversifier» son portefeuille, en multipliant le nombre de mandats. Les résultats obtenus sont souvent proches du benchmark et donc comparables à ceux d'une gestion passive tout en générant des frais élevés. La structure retenue est ainsi sous-optimale en termes de couple «performance relative/coût». La mise en place de structures mêlant gestion passive et active permet une diversification tout aussi efficace et souvent moins coûteuse.

Dans le cas des actions suisses, une telle structure pourrait allier un fonds indiciel à un produit actif sur les petites et moyennes capitalisations. Elle offre l'avantage à l'investisseur de contrôler le risque de sous-performance et d'engager ses moyens dans des sources de risque potentiellement plus rémunératrices à long terme.

La façon de structurer les différentes classes d'actifs peut également conduire l'investisseur à modifier fondamentalement les caractéristiques «rendement/risque» retenues lors de la détermination de l'allocation stratégique. Par exemple, en raison du bas niveau des taux d'intérêt, les obligations

gouvernementales paraissent peu attrayantes. Sacrifiant la sécurité offerte par ce type de placement, les investisseurs n'hésitent pas à introduire, en forte proportion, du risque de crédit ou de la dette des pays émergents. Si ces risques additionnels apportent à la classe d'actifs rendement et diversification supplémentaires, ils modifient également fortement le niveau de risque global de l'allocation stratégique. En cas de crise, la diversification entre les obligations et les actions n'est alors plus assurée.

Au niveau des produits, l'importance du choix du véhicule d'investissement est fréquemment sous-estimée car les risques tels que le risque de contrepartie, d'illiquidité, entre autres, ne réapparaissent en général qu'en cas de crise. L'investisseur n'a alors plus la possibilité de diminuer son exposition. Le prêt de titres en fut une bonne illustration. D'autres types de risques «cachés» dans le concept même du produit (risque d'«emballage») se sont matérialisés. Ce fut notamment le cas pour des fonds passifs dans lesquels la technique de réplcation était basée sur des méthodes statistiques qui se sont avérées peu robustes.

Ces quelques exemples prouvent qu'une politique de placement basée sur des règles simples et claires peuvent éviter à l'investisseur de se retrouver sous pression en temps de crise lorsque les repères disparaissent. De plus, une identification préalable des sources de risque, leur compréhension et leur validation sont nécessaires tout comme leur suivi régulier. Si l'investisseur désire profiter d'opportunités d'investissement, il doit le réaliser en gardant une certaine cohérence dans son portefeuille et en sélectionnant des produits transparents dont il maîtrise le fonctionnement.

*Senior Consultant, CIAA.

Expert en assurances de pension, PPC Metrics.