

Entre Institutionnels 2010

Risques cachés dans la gestion de portefeuille

Pascal Frei, CFA, Senior Consultant
PPCmetrics SA
Financial Consulting, Controlling & Research
www.ppcmetrics.ch

Mars 2010

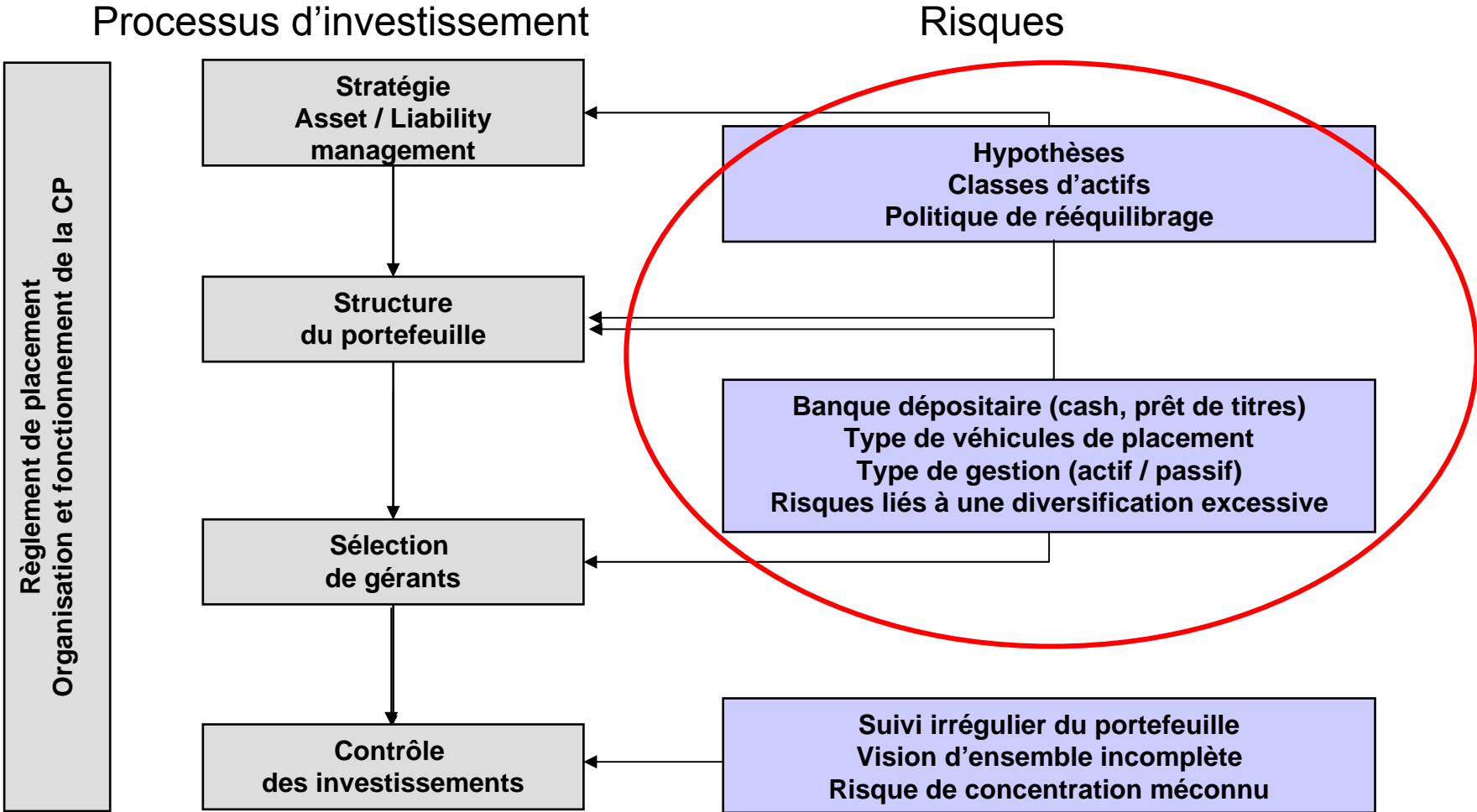
- Risque dans la gestion de portefeuille 3 - 5
- Première source de risque 6 - 17
- Deuxième source de risque 18 - 25
- Conclusion 26

Crise financière et matérialisation des risques

	stratégie	Produit
Liquidité	5%	risque de contrepartie?
Obligations	45%	risque de crédit? liquidité?
Actions	30%	concentrations?
Matières premières	3%	collatéral? certificat? risque de contrepartie?
Hedge Funds	5%	Madoff? liquidité?
Immobilier Suisse	12%	Liquidité ?

- La crise financière a laissé des traces à tous les niveaux :
 - Stratégie
 - Classes d'actifs
 - Véhicule de placement
 - Débiteur
 - Banque dépositaire
 - Fonds
 - Prêt de titres
 - Etc.
- De nombreux risques **imprévus ou oubliés** se sont matérialisés.

Risques dans la gestion de portefeuille



- A la lumière de ce qui précède, un conseil de fondation se pose les questions suivantes après une crise :
 - Ma stratégie est-elle toujours la bonne ? La diversification fonctionne-t-elle encore ?
 - Quels sont les risques les plus importants auxquels le portefeuille peut être exposé ? Tous les risques ont-ils été identifiés ?
 - Toutes les opportunités et risques des véhicules de placement du portefeuille sont-ils connus ?

PREMIÈRE SOURCE DE RISQUE :
risques liés à la définition de la stratégie






- Analyse de congruence actifs / passifs est un **outil de risk management**.
- Les hypothèses sont centrales et doivent être **conservatrices** (mais pas trop) !
- Les classes d'actifs considérées doivent être « **pures** ».
- La **politique de rebalancement** doit être clairement définie dans le règlement de placement et suivie.

- Objectifs de l'analyse de congruence actifs / passifs ?
 1. Déterminer la tolérance au risque de la caisse
 2. Déterminer la stratégie de placement permettant :
 - d'atteindre le besoin de rendement,
 - en tenant compte des tolérances (structurelle et financière) de la caisse.

- Risques principaux présents :
 - Sous-évaluation des hypothèses de risque et de corrélation,
 - Surestimation des espérance de rendement,
 - Non considération des engagements,
 - Focalisation sur les moyennes (et non les percentiles).

A garder en tête :

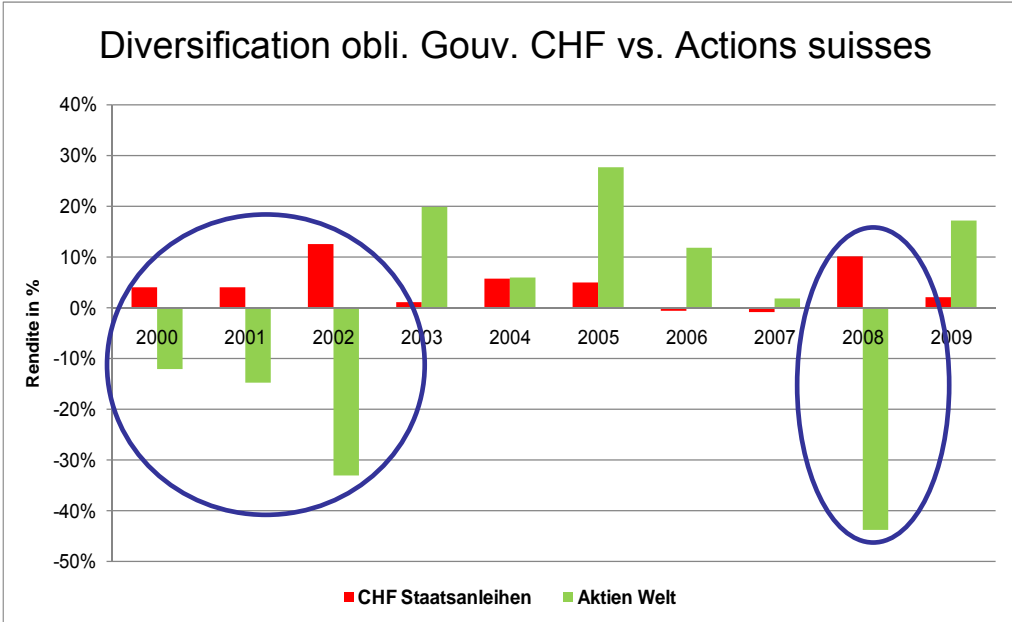
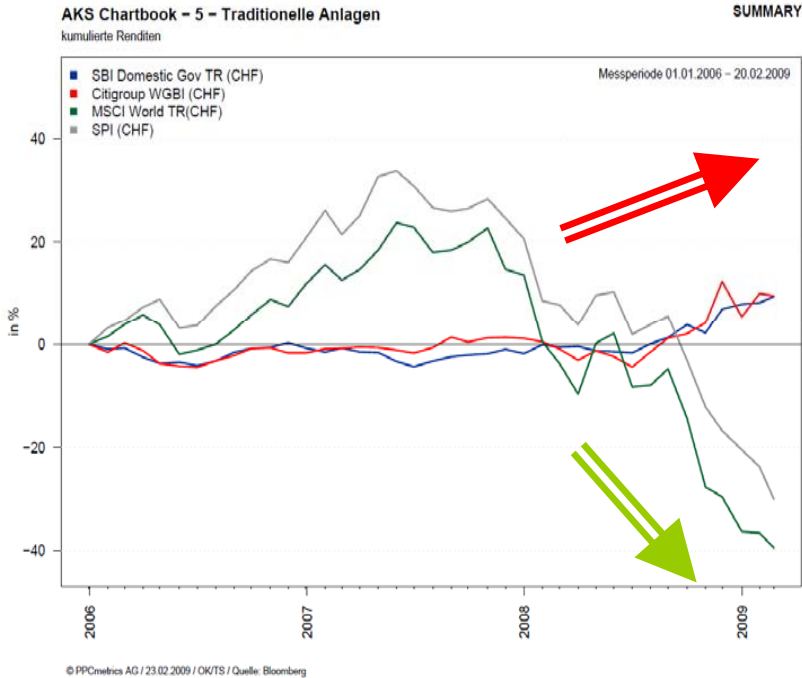
- Les modèles ne sont pas assimilables à la réalité.
- Ils permettent, par une représentation simplifiée de la réalité, de modéliser des phénomènes complexes.
- Les hypothèses des modèles sont centrales : « garbage in – garbage out ».
- L'interprétation des résultats doit être économiquement fondée et pragmatique (bon sens).

- Classes d'actifs « pures » (règle centrale de la diversification) :
 - Marché monétaire  Besoins à court terme
 - Obligations gouvernementales  Sécurité / déflation
 - Actions  Performance /croissance
 - Immobilier (direct)  Stabilité / inflation
 - (Matières premières  Décorrélacion / inflation)

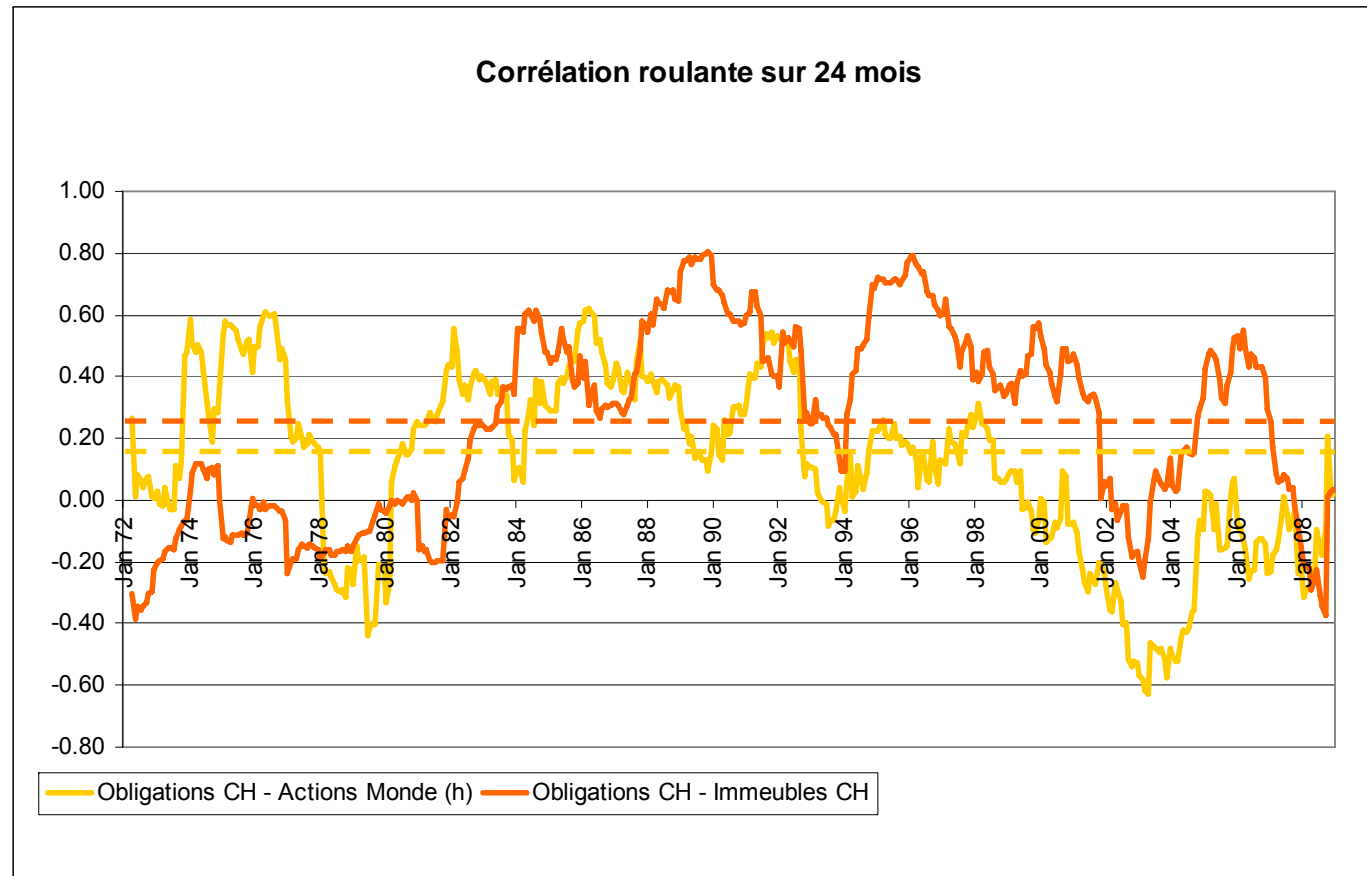
- Une classe d'actifs « pure » ne peut pas être répliquée à l'aide d'autres catégories (Arrow-Debreu !).
- Le risque lié aux actions se trouve aussi, entre autres, dans :
 - les obligations de sociétés, à haut rendement, convertibles,
 - les investissements en private equity, en infrastructure, en immobilier coté,
 - les hedge funds multi-stratégies et certains styles de HF (L/S equity).
- Le critère du nombre de classe d'actifs n'est pas déterminant mais, l'indépendance de ces dernières est la clé du succès !

Exemple de classes d'actifs « pures » (1)

Diversification entre le **risque de taux** (obligations gouvernementales) et le **risque actions** (actions) a fonctionné en 2002 et 2008 !



Exemple de classes d'actifs « pures » (2)



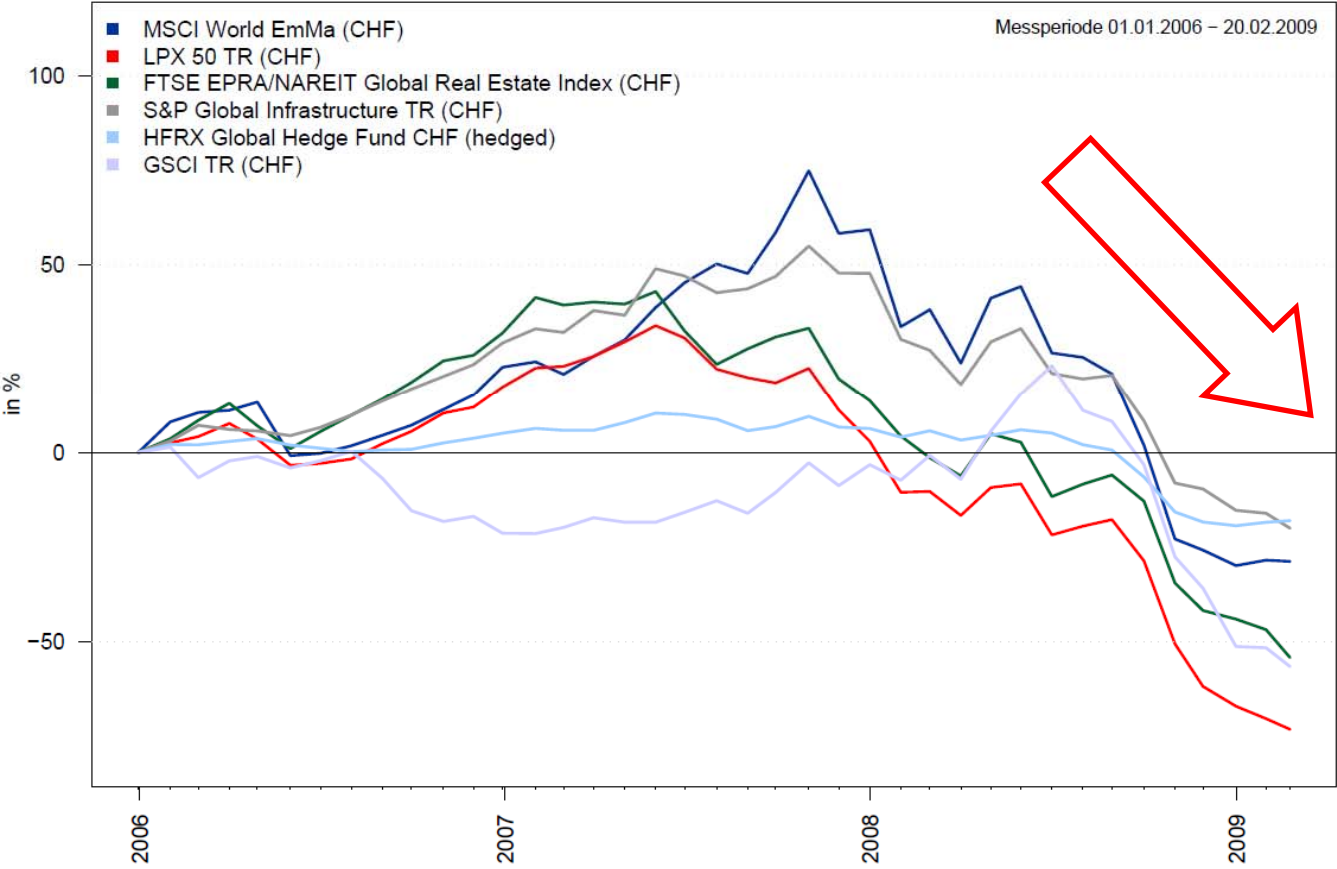
- Corrélation 1972 - 2008 :
 - Obligations CH – Actions Monde (h) : 0.15
 - Obligations CH – Immeubles CH : 0.23

Exemple de classes d'actifs « impures »

AKS Chartbook – 6 – Alternative Anlagen

SUMMARY

kumulierte Renditen



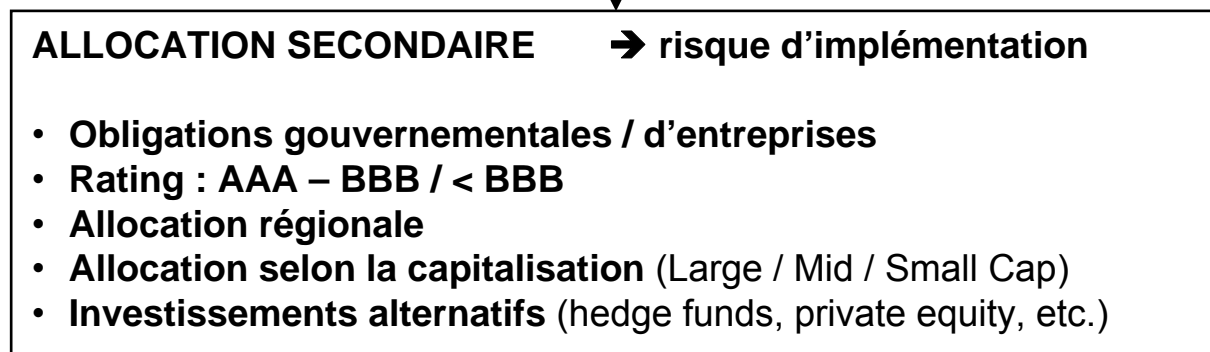
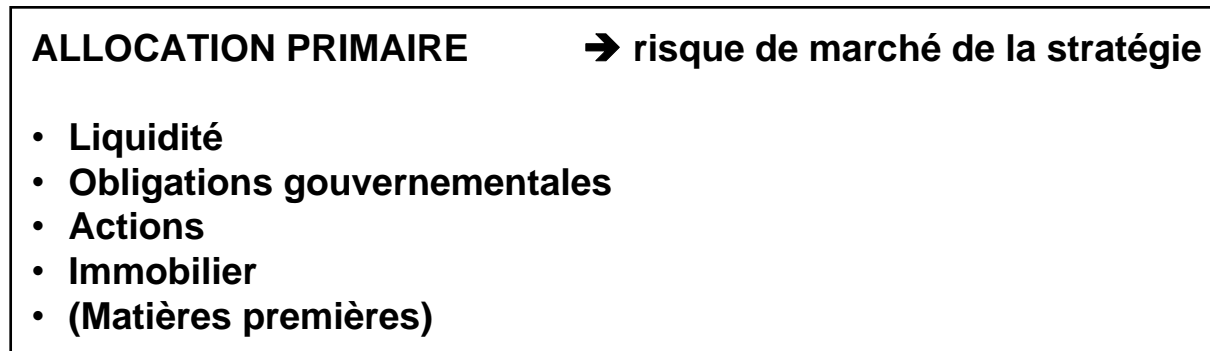
© PPCmetrics AG / 23.02.2009 / OK/TS / Quelle: Bloomberg

- Objectifs du rebalancement ?
 1. Contrôle du risque total du portefeuille (proportion d'actions)
 2. Contrôle du risque actif (risque relatif au benchmark)
- Risques principaux présents :
 - Approche tactique => accroissement du risque
 - Non-respect des règles lors d'événements majeurs (7 caisses sur 10 ont reporté leurs décisions de rebalancement en 2008 selon Swisscanto) :
 - Bonne décision si l'objectif était d'adapter le niveau de risque du portefeuille au degré de couverture / réserves disponibles, mais généralement mauvaise décision sur un cycle complet de marché.

A garder en tête :

- Les règles de rebalancement doivent être claires, transparentes et simples.
- Elles doivent être mentionnées dans le règlement de placement.
- Les règlements sont surtout utiles en temps de crise.
- En règle générale, un rebalancement mécanique (à l'aide de limites) permet d'optimiser le ratio rendement/risque après prise en compte des coûts de transactions.

Processus de définition de la stratégie d'investissement



Critères de décisions

- Objectifs de rendement
- Tolérance au risque
- Diversification classique

- Rendement supplémentaire et risques additionnels
- Coûts et utilité
- Transparence
- Taille de la CP

DEUXIÈME SOURCE DE RISQUE :

**risques liés à la mise en place du portefeuille et
à la sélection des véhicules de placement**

Risques liés à la mise en place du portefeuille et à la sélection des véhicules de placement

Deux grandes sources de risques :

1. Risques liés à une diversification excessive :

- Accroissement du risque et possible écart par rapport aux hypothèses utilisées par une recherche de diversification excessive, notamment dans les obligations.
- Nécessaire correspondance entre les investissements et les hypothèses utilisées.

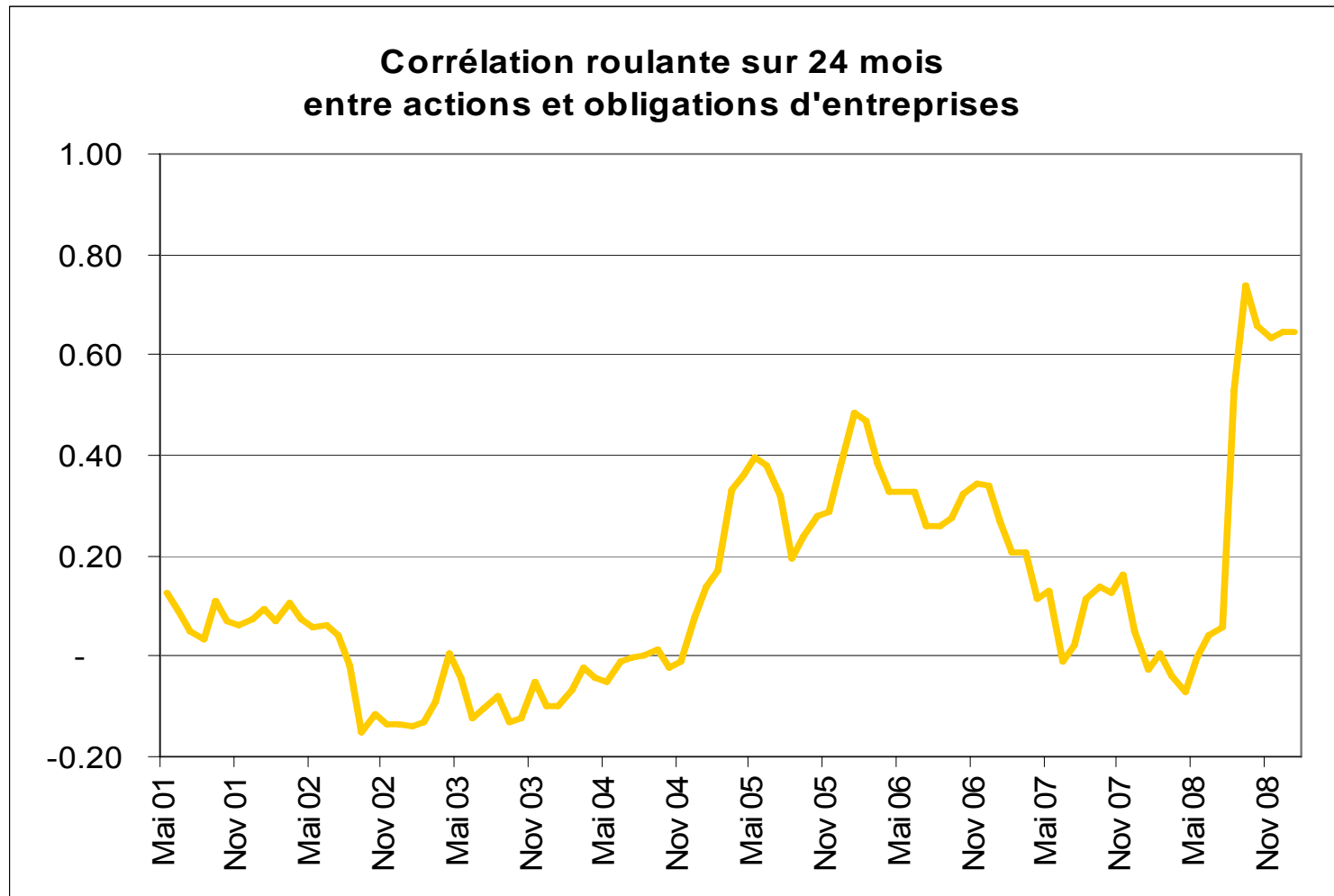
2. Risques liés aux véhicules de placement et à la gestion indicielle :

- « Risque d’emballage »,
- Risques liés à la gestion indicielle.

Exemple de risque lié à une diversification excessive : emprunt d'entreprise (1)

- Le risque de crédit des obligations d'entreprises est fortement corrélé au risque « action ».
 - Emprunt d'entreprise = obligation d'Etat + vente d'une option Put (valeur sous-jacente = actifs de l'entreprise),
 - Option Put = emprunt d'Etat + action.
- D'un point de vue économique, les emprunts d'entreprise peuvent être répliqués à l'aide d'obligations d'Etat et d'actions.
- D'un point de vue stratégique, il n'est pas opportun de prendre ce risque.

Exemple de risque lié à une diversification excessive : emprunt d'entreprise (2)

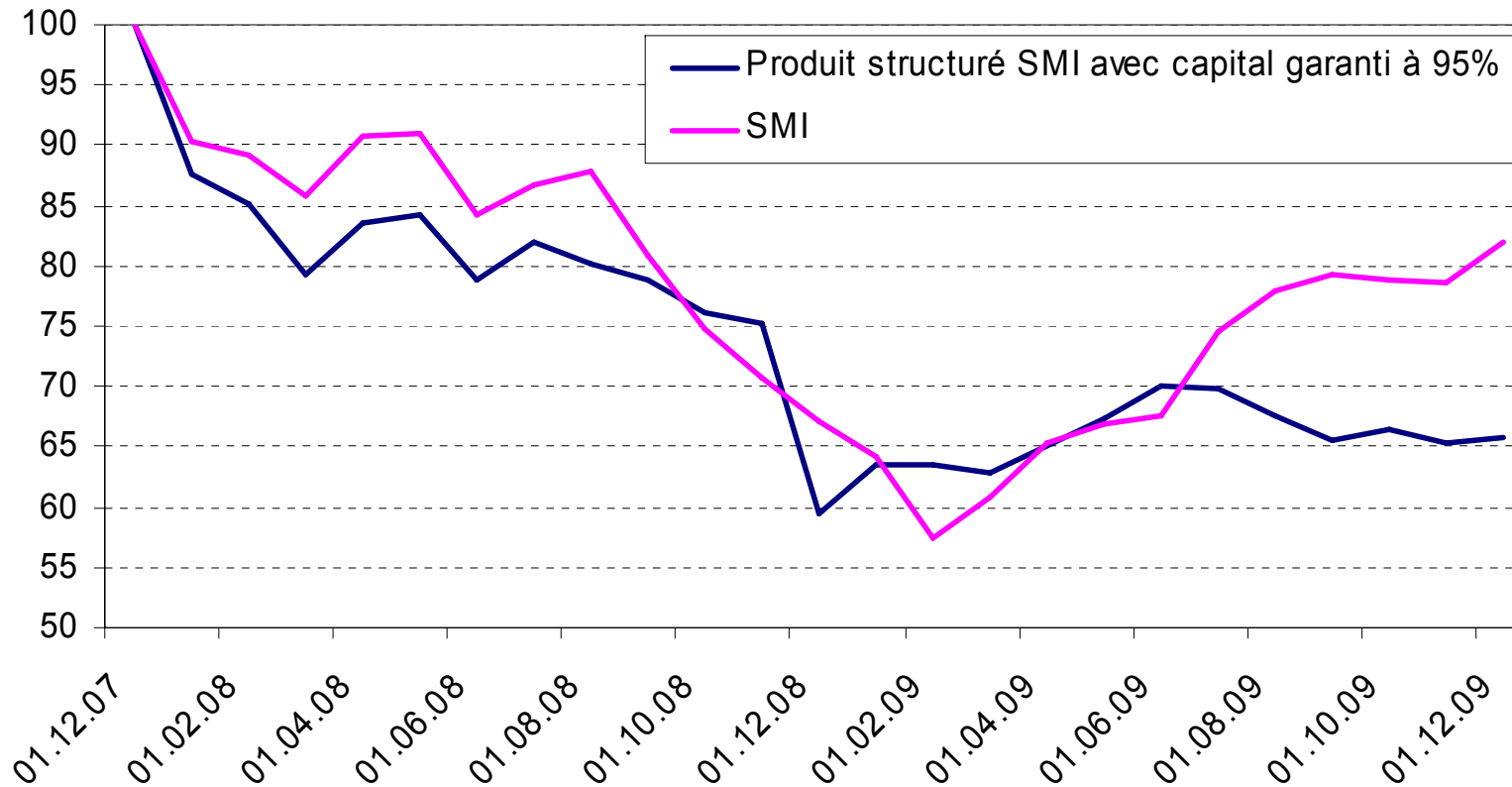



Exemple de risques liés au véhicule de placement et au style de gestion

Véhicule	Risque	Niveau de contrôle requis
Mandat passif sur le SPI	Risque de marché	Allocation stratégique (marges tactiques)
	Risque opérationnel (faible) lié au gérant	Limité mais nécessite tout de même un contrôle régulier et le suivi de la tracking error (TE).
Fonds passif sur le SPI	Risque de marché	Allocation stratégique (marges tactiques)
	Risque opérationnel (faible) lié au gérant	Limité mais nécessite tout de même un contrôle régulier et le suivi de la TE.
	Risque lié « à l’emballage »	Prêt de titre (100% / 50%)
Fonds (actif) sur le SPI	Risque de marché Risque opérationnel Risque lié « à l’emballage » Risque lié à la gestion active (alpha négatif)	Prêt de titre (100% / 50%) Sélection et suivi régulier du prestataire
Certificat (passif)	...	
	Risque de contrepartie spécifique de l’émetteur	Constitue une « promesse » de l’émetteur s’il est encore solvable à l’échéance du produit. Véhicule de placement fortement déconseillé

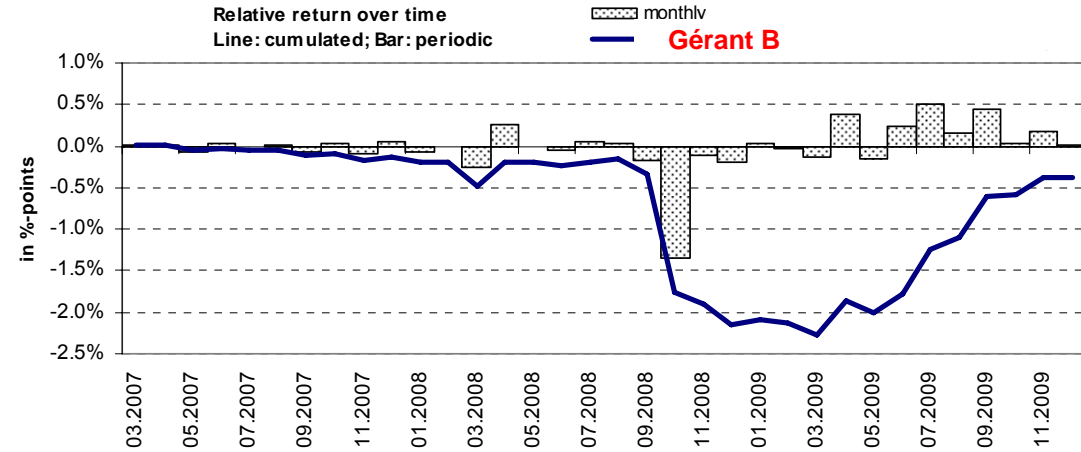
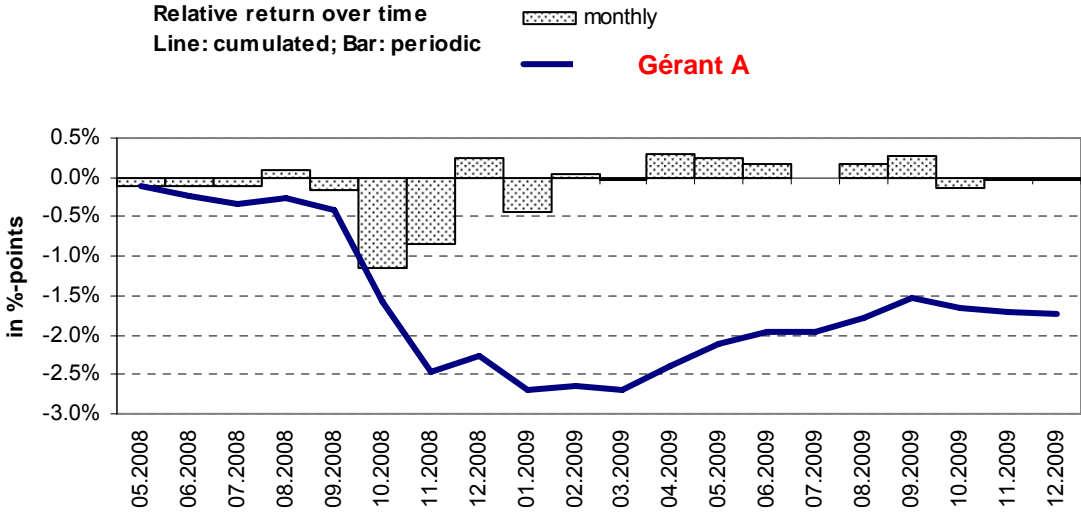
Exemple de risques liés au véhicule de placement

Performance cumulée (100 = 31.12.2007)



- Gestion indicielle \neq réplique parfaite  risques !
- Différentes méthodes d'indexation dont celles basées sur les approches statistiques (notamment pour la gestion obligataire)
- Objectifs de ces méthodes :
 - minimisation de la TE,
 - minimisation des frais de transaction.
- Risque additionnel : prêt de titres (revenus, qualité du collatéral, de la contrepartie).

Exemple de risques liés à la gestion indicielle



- ▶ La gestion de portefeuille expose une caisse de pension à de **nombreux facteurs de risques**.
- ▶ Une **identification** et **compréhension** des risques est nécessaire.
- ▶ Une **gestion quantitative** du risque n'est pas suffisante. Elle doit s'accompagner de **bon sens** !
- ▶ L'établissement d'une **carte des risques** de la caisse de pension et le **suivi régulier** de son évolution sont nécessaires.
- ▶ La **transparence** et la **compréhensibilité** des produits est un pré-requis à leur sélection !

PPCmetrics SA **Financial Consulting, Controlling & Research**

Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

23, route de Saint-Cergue
CH-1260 Nyon

Tel : +41 44 204 31 11
FAX : +41 44 204 31 10

Tel : +41 22 704 03 11
FAX : +41 22 704 03 10

Pascal Frei, CFA, Senior consultant
pascal.frei@ppcmetrics.ch