La gestion de l'allocation face aux risques extrêmes

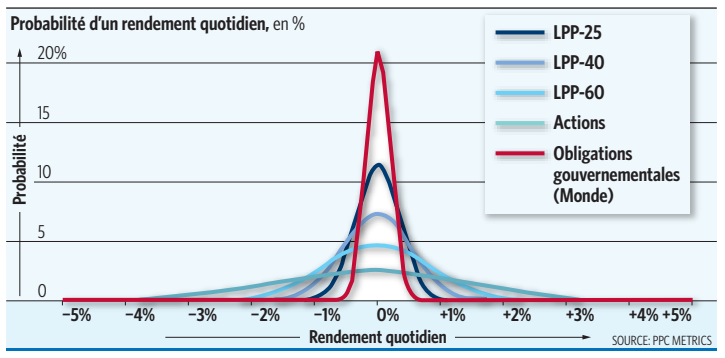
> Gestion Il est légitime d'essayer de limiter les effets dévastateurs des krachs boursiers sur les portefeuilles des institutions de prévoyance. La diversification et une gestion mécanique de l'allocation d'actifs semblent être les meilleurs outils de gestion des risques extrêmes

Pascal Frei*

La succession de crises observées sur les marchés financiers au cours de cette dernière décennie soulève de nombreuses questions parmi les investisseurs quant à la formule la plus adéquate pour piloter l'allocation de leur portefeuille. Les investisseurs sont à la recherche de la solution miracle qui leur permettra d'identifier correctement et surtout à temps les changements de tendance des marchés et ainsi de modifier l'allocation de leur portefeuille de manière à éviter ou du moins réduire les pertes.

Les périodes de forte volatilité se sont produites à intervalles réguliers ces dernières années. Il est donc légitime d'essayer de limiter les effets dévastateurs des krachs boursiers sur les portefeuilles et le degré de couverture des institutions de prévoyance. Il nous semble, toutefois, important de mettre en garde l'investisseur contre les «nouvelles techniques» qui fleurissent après chaque crise. Rappelons à ce titre que, après l'explosion de la bulle internet en 2001, de nombreux investisseurs se sont tournés vers les hedge funds qui avaient, dans leur ensemble, bien traversé cet épisode douloureux. Par contre, lors de la crise des «subprime», peu de hedge funds ont répondu aux attentes des investisseurs. La solution optimale ne semble donc jamais être la même.

Effets de la diversification



La gestion des risques extrêmes peut être effectuée en recourant aux techniques d'assurance de portefeuille. L'objectif de ces approches est de protéger le portefeuille contre des mouvements adverses des marchés en utilisant des produits dérivés, notamment des options. La protection offerte n'est évidemment pas gratuite (there is no free lunch!) et se traduit par une réduction du potentiel d'appréciation du portefeuille. La différence d'espérance de rendement du portefeuille avec et sans assurance reflète le coût de l'assurance, soit le coût de la stratégie optionnelle mise en place. Plus la protection est élevée, plus l'assurance sera coûteuse.

Ce type d'assurance nécessite toutefois une capacité à prévoir les événements futurs afin de pouvoir «acheter» l'assurance avant que le sinistre ne se produise. Si le preneur d'assurance ne dispose pas de cette compétence prévisionnelle et décide de couvrir son portefeuille de façon permanente, il encourra des coûts très élevés. Prenons l'exemple d'un investisseur dont le portefeuille est composé à parts égales d'actions et d'obligations et qui souhaite couvrir la moitié de son risque «actions» de façon permanente. Il est aisé de démontrer que cet investisseur pourrait obtenir le même effet en réduisant la part actions de son portefeuille au profit des obligations. La baisse du rendement espéré du portefeuille résultant de cette nouvelle allocation plus défensive correspond au coût de l'assurance.

On comprend donc aisément que, si les techniques d'assurance de portefeuille sont utiles, elles requièrent toutefois une faculté à anticiper la survenance de crises sur les marchés. En raison du coût élevé de ces stratégies, de nombreux modèles ont été développés pour piloter activement l'allocation des portefeuilles. La plupart de ces modèles prédictifs sont construits sur la base de l'expérience acquise sur les marchés financiers et à l'aide de données passées. Ils présupposent que les marchés se comporteront dans le futur comme par le passé. Il est vrai que certaines variables telles que la volatilité tendent à évoluer de manière similaire à travers les cycles. Néanmoins, l'interprétation des signaux fournis par les modèles reste sujette à la subjectivité des êtres humains chargés de piloter les portefeuilles.

Considérons un modèle simple lié à la volatilité observée sur les marchés actions. Tant que la volatilité du marché est inférieure à sa moyenne historique, le portefeuille est complètement investi en actions. Par contre, dès que la volatilité observée dépasse sa moyenne historique, le portefeuille est entièrement investi en cash. Cette approche donne d'excellents résultats historiques mais requiert une discipline qui fait probablement défaut chez la plupart des investisseurs. En effet, selon ce modèle, le portefeuille aurait été entièrement investi en cash entre juillet 1998 et juin 2000. Quels investisseurs auraient supporté aussi longtemps cette situation?

> Les techniques d'assurance de portefeuille requièrent une faculté à anticiper la survenance de crises

Un autre problème lié à la gestion tactique d'un portefeuille est son caractère pro-cyclique. Le niveau de risque, soit la proportion d'actifs risqués, est diminué en phase de baisse des marchés et augmenté une fois que la reprise s'est affirmée. Cette approche a, certes, l'avantage de réduire les mouvements extrêmes, mais elle n'est pas gratuite et se traduit généralement par un rendement du portefeuille inférieur à celui de la stratégie.

Pour les investisseurs ne possédant pas de compétence prévisionniste, la diversification et une gestion mécanique de l'allocation d'actifs semblent être les meilleurs outils de gestion des risques extrêmes. Plus un portefeuille est diversifié, plus la sécurité des investissements est assurée. Par diversification, nous entendons l'exposition du portefeuille à des facteurs de risques distincts tels que le risque de taux d'intérêt, le risque systématique de marché et le risque de variations des prix du marché immobilier et des matières premières. L'investisseur s'exposant à ces différents facteurs selon sa tolérance au risque limite les risques extrêmes mais aussi les frais de gestion et de transaction. De plus, cette approche ne requiert aucune nécessité d'anticiper correctement les marchés et fonctionne relativement bien lors de chaque crise. Il est du reste intéressant de constater que les trois dernières crises majeures, soit la bulle internet, la crise des «subprime» et la crise de l'endettement des pays développés, ont toutes eu un impact similaire sur les principales classes d'actifs. Les actions ont baissé alors que les obligations et l'immobilier suisse se sont appréciés. La diversification a donc fonctionné à chaque fois. La preuve peut-être que la solution «miracle» existe et qu'en plus elle est gratuite.

*CFA, associé
PPCmetrics SA.

PUBLICITÉ

On a fait le meilleur choix
AVEC BCV ASSET MANAGEMENT

Acteur de référence en Suisse, la BCV pratique une gestion institutionnelle à succès en s'appuyant sur une philosophie éprouvée et une compréhension précise de vos besoins.

Ça crée des liens

www.bcv.ch/am
021 212 20 51

BCV