Présentation de PPCmetrics SA

Séminaire Wegelin

Quelle gestion tactique de l'allocation d'actifs?

PPCmetrics SA
Pascal Frei, CFA, Associé

Lausanne, le 11 octobre 2011

© PPCmetrics SA

Agenda

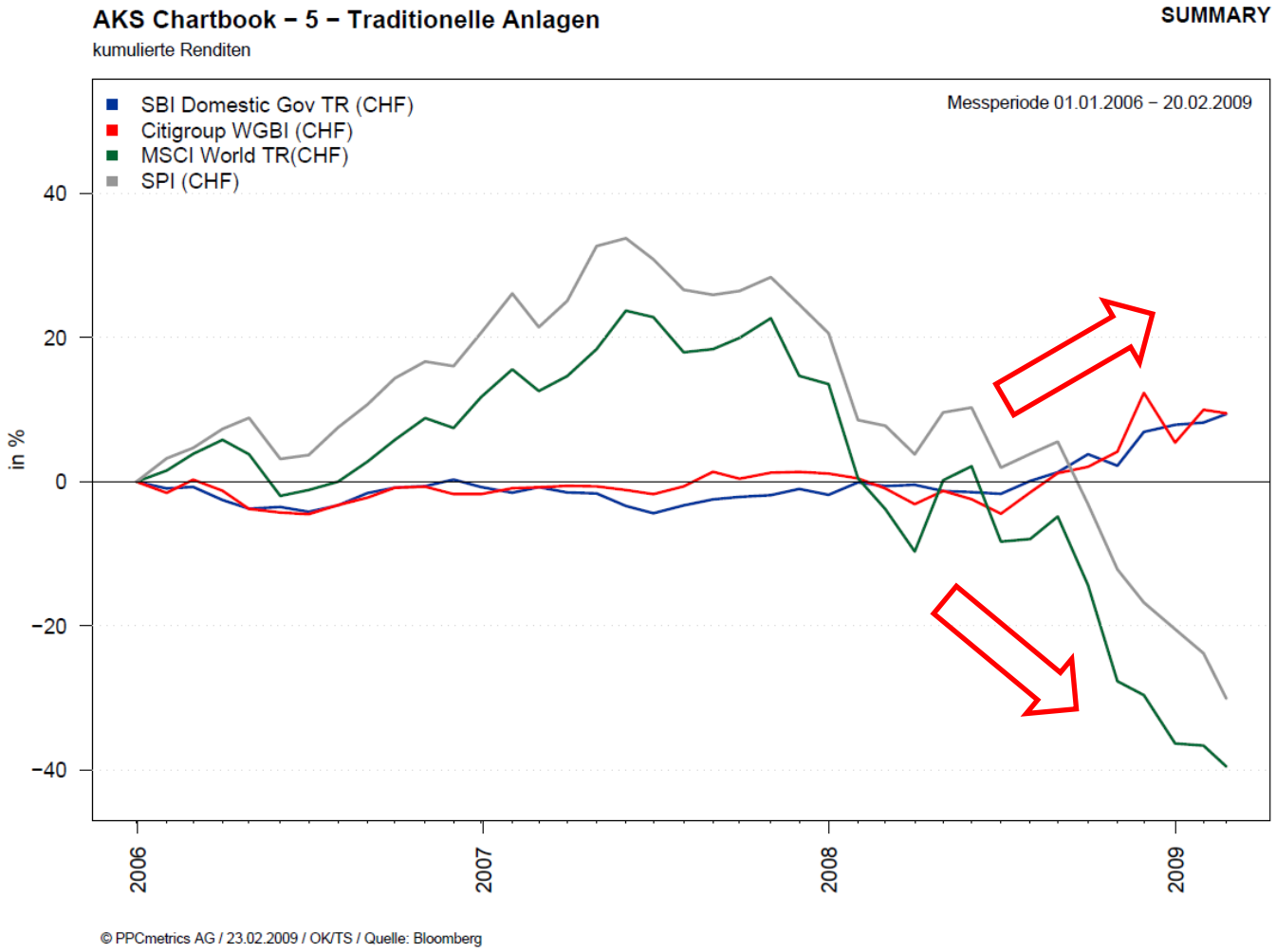
- Introduction
- Gestion de l’allocation et exemple d’approches actives
- Approches mécaniques
- Conclusions

Introduction (1)

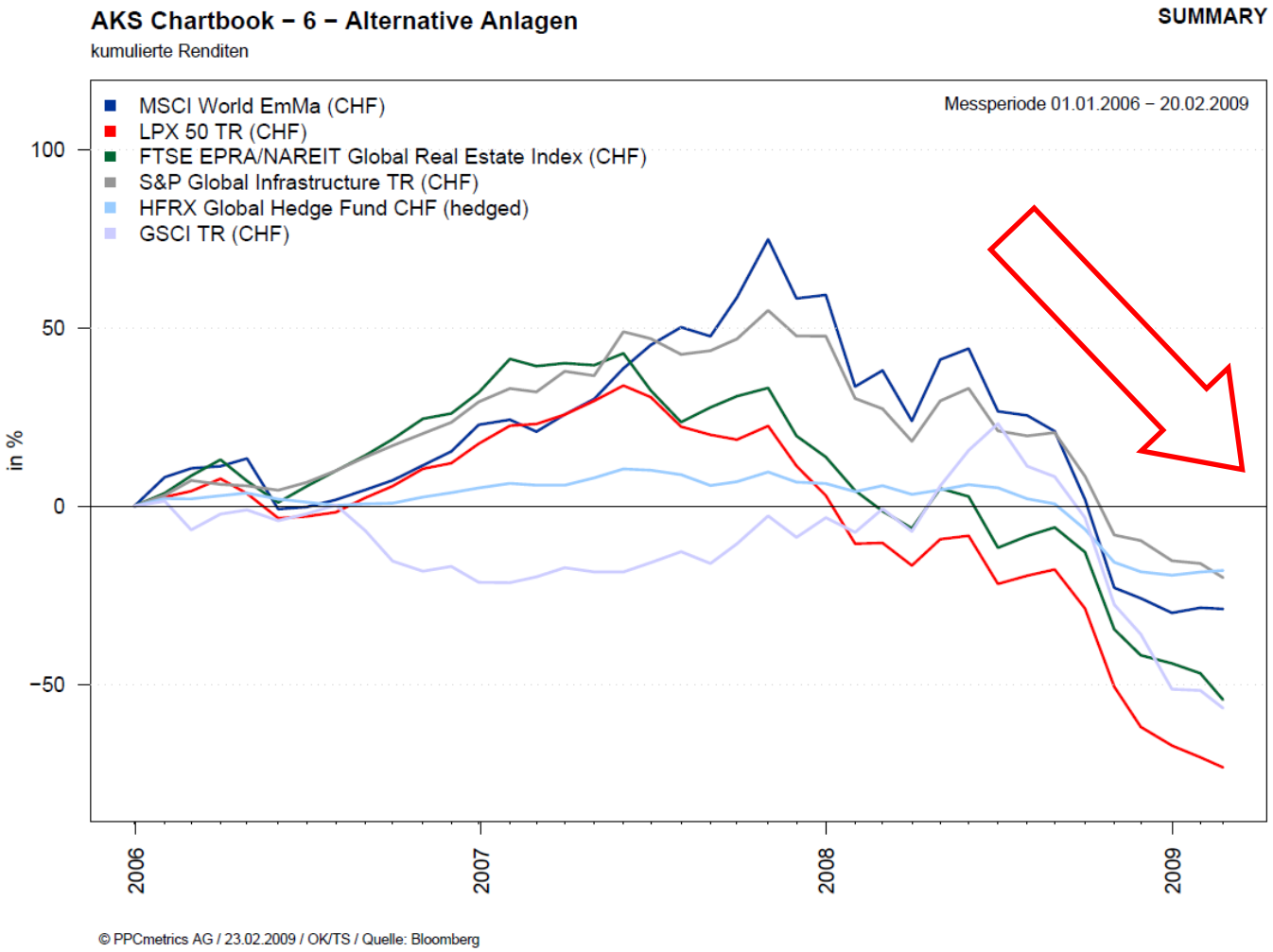
D’après les observations passées, **l’allocation d’actifs stratégique à long terme** représente la principale source de rendement et de risque alors que le market timing et la sélection de titres semblent être beaucoup moins important.

(parmi d’autres, Blake, Lehman, and Timmerman (1999))

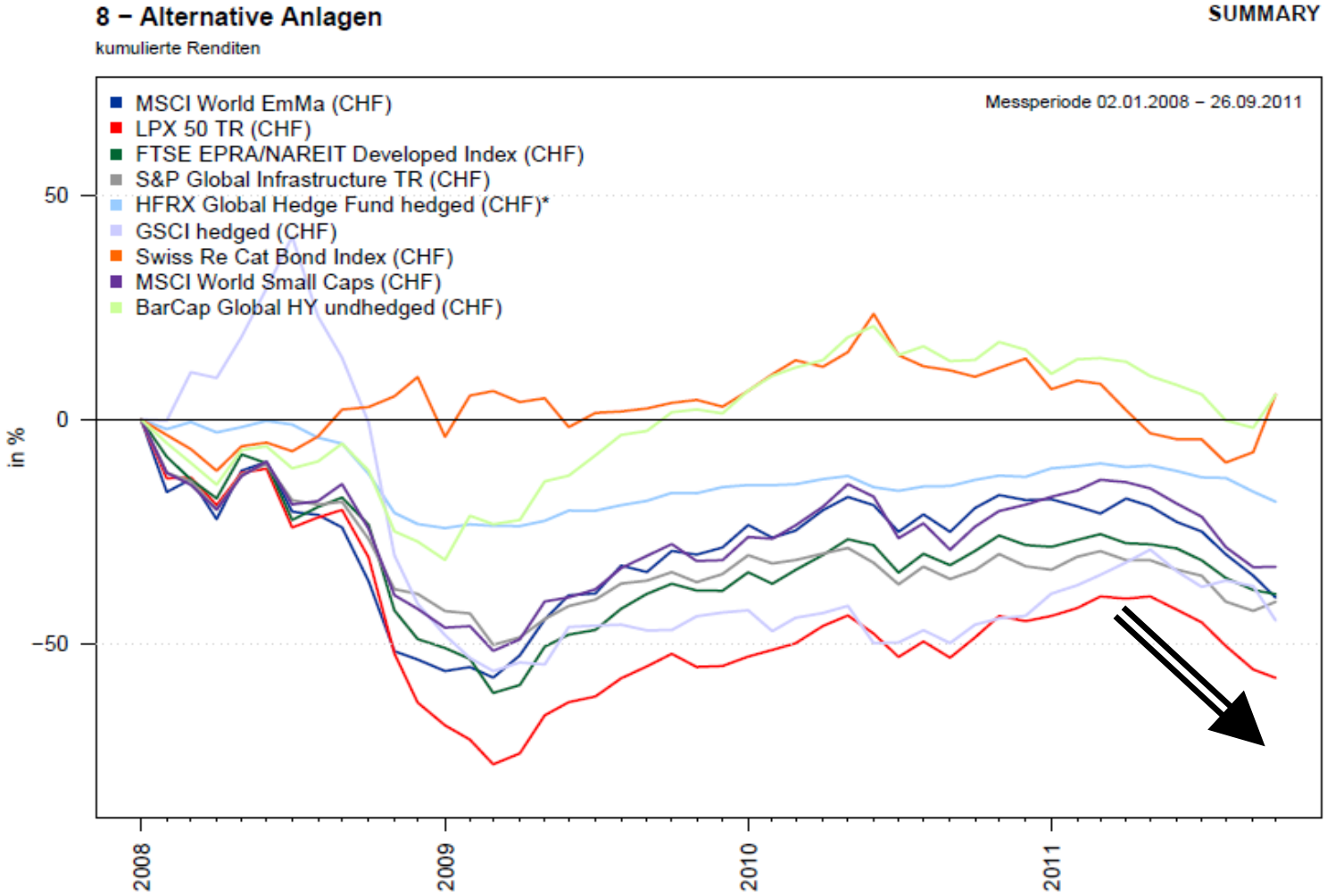
Introduction (2) : effet de la diversification



Introduction (3) : Excès de diversification

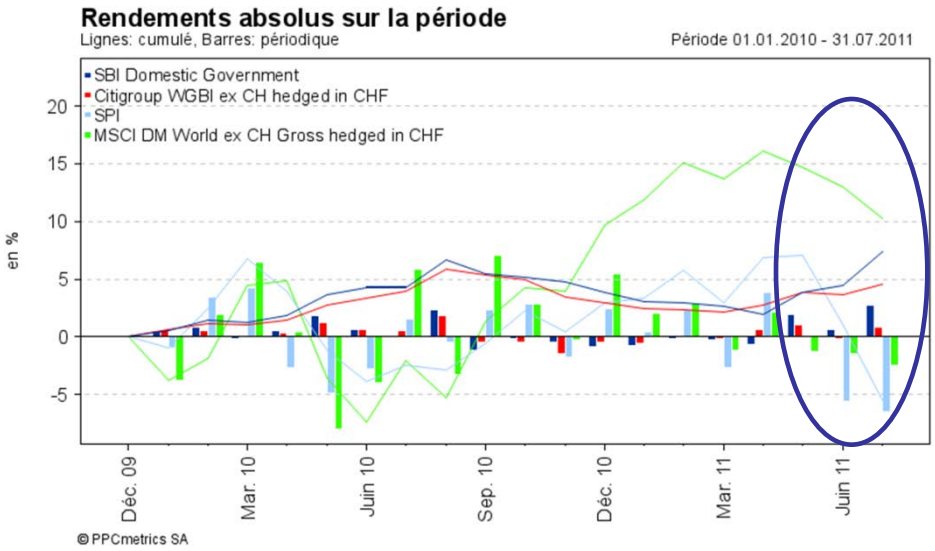


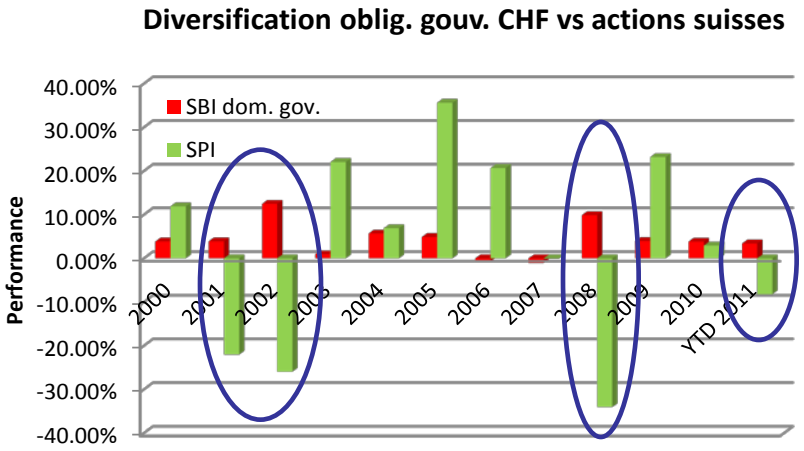
Introduction (4) :
… qui se répète en 2010 et 2011



Introduction (5) : Diversification réussie

Elle continue à fonctionner depuis le début de l'année…

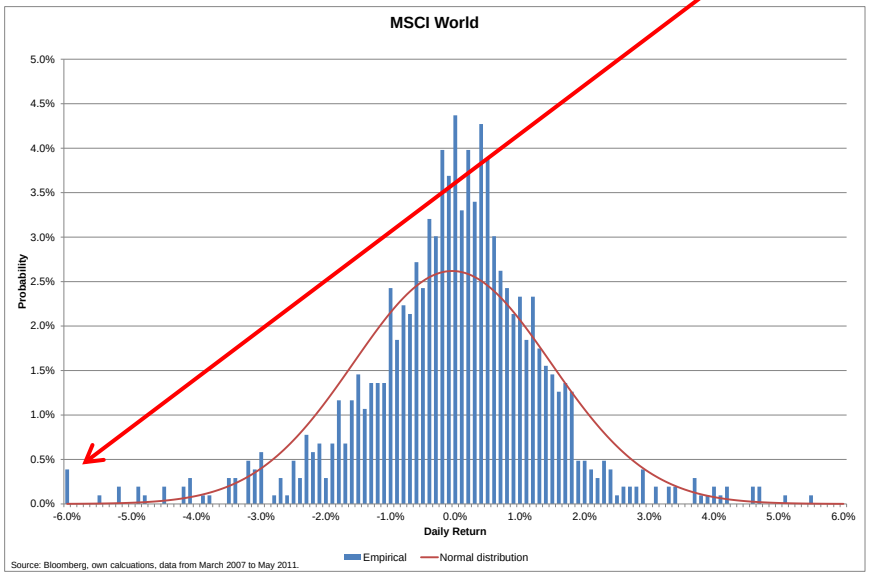


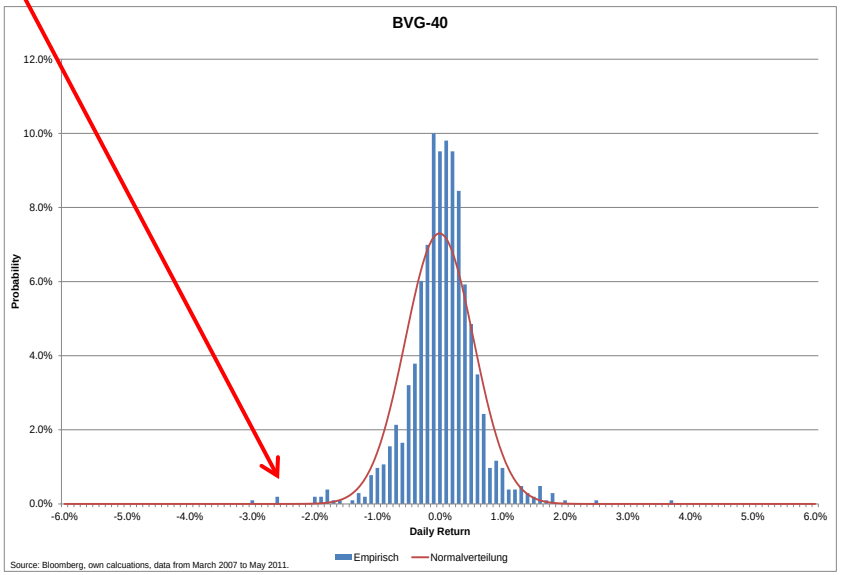


…. malgré la crise de la dette des pays développés.

Introduction (6) : Diversification et risque extrêmes

- Grâce à la diversification, les risques extrêmes (fat tails) sont plus faibles.

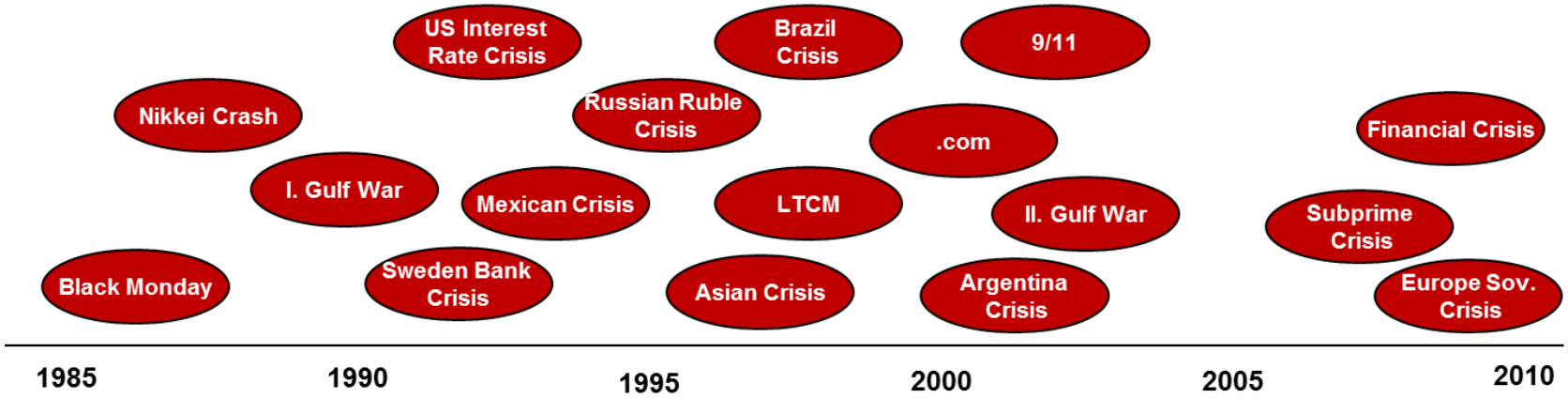




- **La définition de la stratégie et sa mise en place sont les éléments déterminants dans le niveau de risque futur supporté par l'investisseur.**

Introduction (7)

- Les marchés financiers ont toujours présenté des risques. Toutefois ces risques semblent se matérialiser plus fréquemment et deviennent de plus en plus globaux en raison de la mondialisation de l'économie.



- **Les portefeuilles peuvent dévier fortement de leur allocation stratégique. Le choix de la méthode de rebalancement revêt donc une importance considérable.**

Introduction (8) : Décisions de gestion passive et active

Niveau \ Style	Passif	Actif
Portefeuille	Rebalancement mécanique	Allocation tactique des actifs
Mandat individuel	Indexation	Sélection de titres

Gestion de l’allocation (1)

- **L’allocation d’actifs stratégique** (SAA) d’une caisse de pensions est généralement définie à l’aide d’une étude CAP et valable plusieurs années.
- **L’allocation tactique des actifs** (TAA) s’effectue généralement à l’intérieur des bornes définies autour de l’allocation stratégique du portefeuille.

- La **gestion active de l’allocation d’actifs** ou active TAA se base sur des anticipations alors….
- ….qu’une **gestion passive ou mécanique de l’allocation des actifs** réagit à des changements intervenus dans le passé.

Gestion de l’allocation (2)

- Les investisseurs institutionnels peuvent poursuivre différents objectifs dans la conduite de l’allocation de leur portefeuille.
- Quelque exemples d’objectifs :
  1. Réduction du risque actif (réduction de la tracking error),
  2. Accroissement de la performance (réalisation d’un rendement net ajusté au risque supérieur à celui de la stratégie),
  3. Réduction du risque absolu (réduction de la volatilité du portefeuille).

- Pour chaque objectif, une procédure de rebalancement particulière devra être mise en place.

Gestion de l'allocation (3)

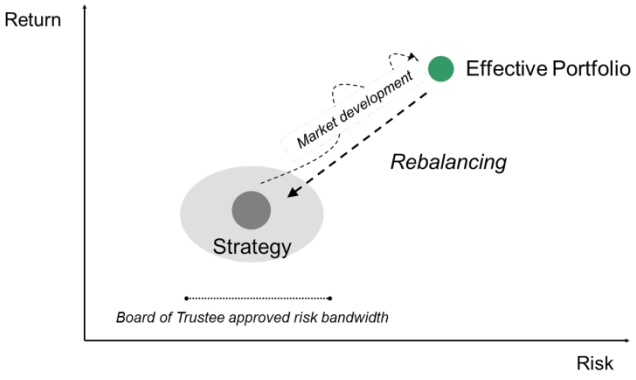
Choix d'une caisse de pensions

Buy-and-Hold

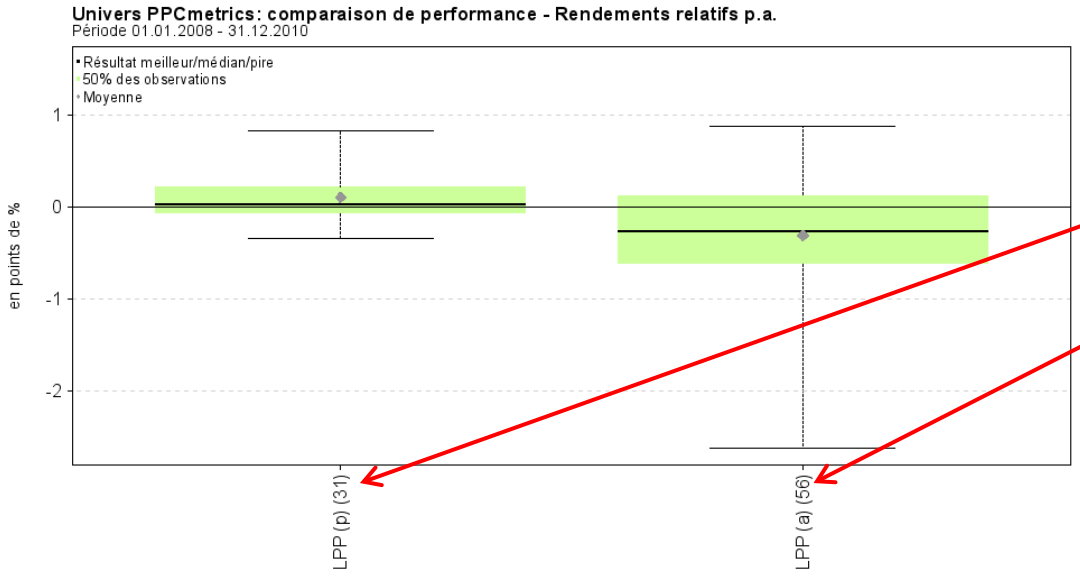
Active TAA

Rebalancement mécanique

1. A l'interne ou à l'externe ?
2. Quelle base de décision ?
3. Quel objectif ?
4. Coûts ?



Exemple d'approches actives



- Performances relatives de mandats balancés :
  - Mandats balancés passifs sans TAA active (N=31)
  - Mandats balancés actifs avec TAA active (N=56)
  - Durée : 3 ans
  - Source : PPCmetrics Controlling Database

- En moyenne, les mandats balancés avec une allocation tactique active n'ont pas de meilleurs résultats que les mandats balancés passifs.
- Seuls 25% des gérants réussissent à ajouter de la valeur.

Approches mécaniques (1)

- Approches mécaniques :
  - **Rebalancement périodique**
    - Le portefeuille est rabalancé à une fréquence prédéterminée (fin de mois, trimestre etc.)
  - **Rebalancement selon limites tactiques**
    - Le portefeuille est rebalancé quand le portefeuille touche une limite tactique.

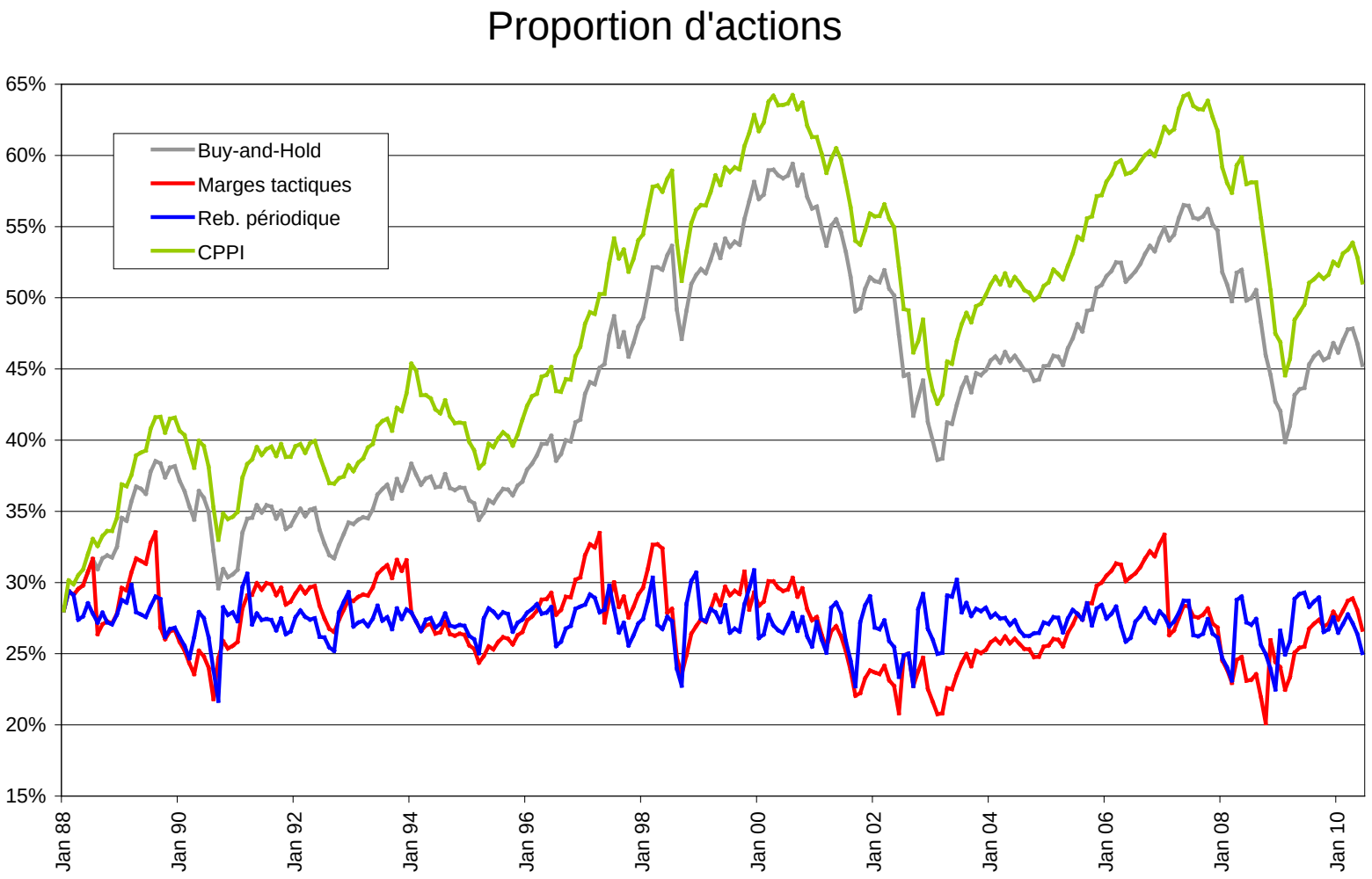
  anticyclique

  - **Buy-and-Hold** (pas de rebalancement)
  - **CPPI** (constant proportion portfolio insurance)
    - Rebalancement selon une formule : accroissement (diminution) de la proportion d'actions quand la valeur du portefeuille augmente (diminue).

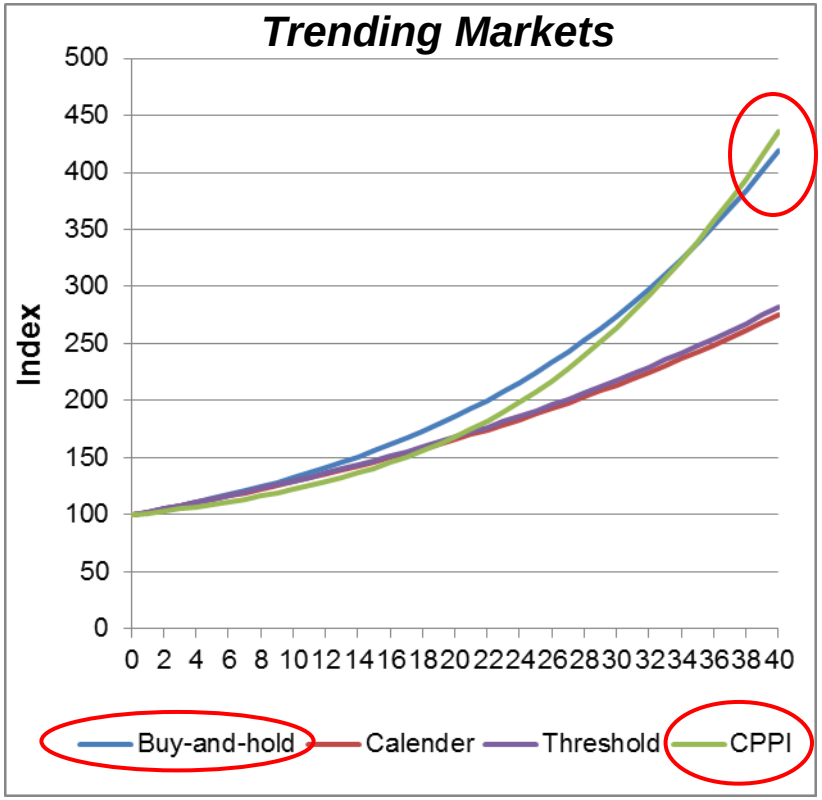
  pro cyclique

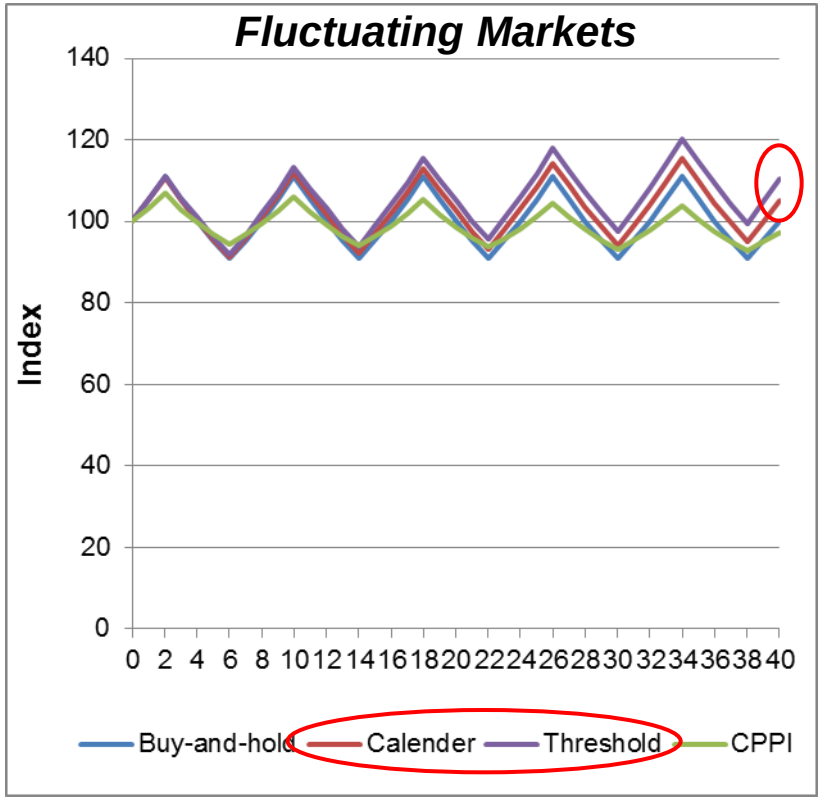
- **Les approches mécaniques se comportent différemment selon les conditions du marchés**

Approches mécaniques (2)



Approches mécaniques (3)





- **Les marchés de «trend» favorisent les approches procycliques**
- **Les approches anticycliques sont meilleures dans les marchés volatils.**

Approches mécaniques (4)

- Il existe différentes approches dans la gestion dynamique de l'allocation d'actifs.
- Toutes ont des avantages et des inconvénients (risque, frais, performance).
- Théoriquement, différentes approches peuvent être défendues selon les caractéristiques de l'investisseur (p. ex. réserves).
- **Quels sont les enseignements tirés de la pratique ?**

Approches mécaniques (5)

- Exemple d'une caisse de pensions hollandaise avec la stratégie d'investissement à long terme suivante :

Asset class	Min	Strategy	Max
Dutch Bonds	0.0%	3.0%	6.0%
Global Bonds	57.0%	60.0%	63.0%
Dutch Equities	0.0%	3.0%	6.0%
Global Equities	21.0%	24.0%	27.0%
Real Estate	7.0%	10.0%	13.0%

Source : Prof. A. Clare, The Investors Journal, March 2010

- Frais de transaction estimés :

Asset class	Costs
Dutch Bonds	0.5%
Global Bonds	0.5%
Dutch Equities	0.4%
Global Equities	0.4%
Real Estate	1.0%

© PPCmetrics SA

Approches mécaniques (6)

- **Perspective historique** : Quelle aurait été la meilleure stratégie de rebalancement depuis 1986 ?
- Les données proviennent de Bloomberg et de la De Nederlandsche Bank (DNB)
  - Risk-free Rate (1 Month AIBOR)
  - Dutch Bonds (JPM GBI Netherlands)
  - Global Bonds (JPM GBI)
  - Dutch Equity (AEX Index)
  - Global Equity (MSCI World)
  - Real Estate (FTSE NAREIT US Real Estate)

- Nous avons effectué les calculs de performance, volatilité, sharpe ratio, tracking error, ainsi que les coûts de transaction.

Approches mécaniques (7) : analyse historique

- **Résultats de l'analyse historique (1986 - 2010):**

Jan 1986 - Dec 2010	Return p.a.	Volatility p.a.	Sharpe ratio p.a.	Tracking Error p.a.	Transaction costs p.a.
Strategy	6.58%	7.79%	0.69	n.a.	n.a.
Buy-and-Hold	6.16%	8.48%	0.59	1.61%	n.a.
CPPI	5.92%	8.81%	0.54	8.81%	0.11%
Quarterly	6.72%	7.78%	0.71	0.24%	0.08%
Monthly	6.58%	7.79%	0.69	0.00%	0.13%
Threshold	6.73%	7.81%	0.71	0.28%	0.06%

procyclique

anticyclique

- **Il y a une «prime» pour les approches de rebalancements anticycliques.**
- **Les IP sont des investisseurs à long terme qui peuvent poursuivre une approche anticyclique.**
- **De plus, l'évolution des marchés durant cette dernière décennie a favorisé l'approche anticyclique.**

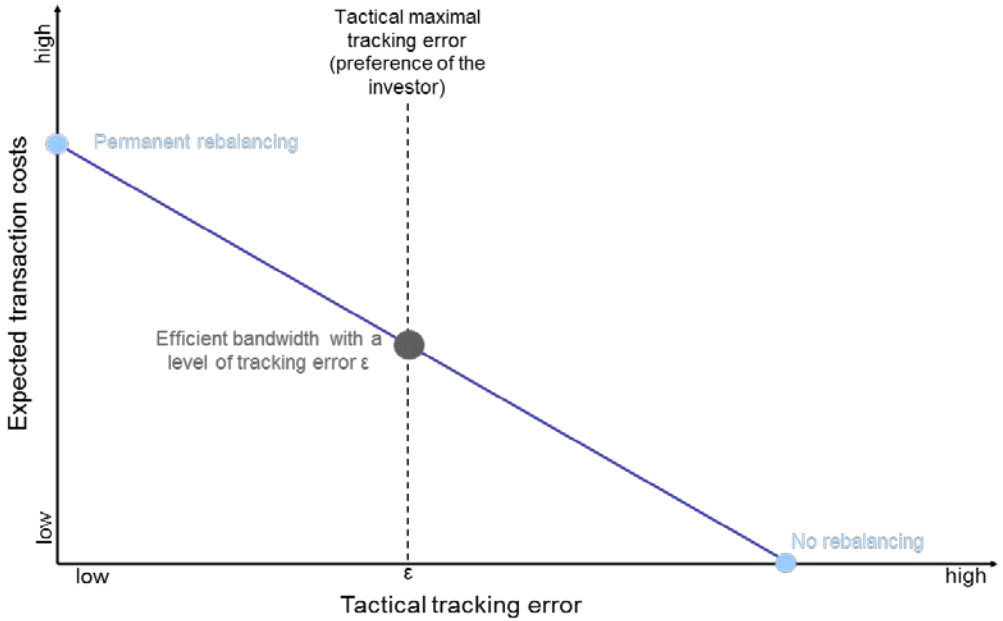
Conclusions (1)

- L’analyse historique montre que les **approches anticycliques** permettent d’atteindre les **meilleurs résultats nets de frais** de transactions.
- Si vous ne disposez pas de la «**boule de crystal**», une approche **mécanique et anticyclique** dans le rebalancement est probablement la meilleure approche.
- Ce n’est donc pas un hasard si de nombreuses caisses de pensions recourent à cette approche.
- Les investisseurs ayant un horizon de placement à long terme peuvent **gagner une prime** liée à la mise en place de rebalancement anticyclique.

Conclusions (2)

- Si l'approche d'un rebalancement selon les limites tactiques est choisie, il convient de questionner la largeur des limites autour de la pondération stratégique.

- Le dilemme suivant apparaît :
  - minimiser les déviations de la stratégie (contrôle du risque actif) en choisissant des limites étroites,
  - minimiser les frais de transaction en élargissant les limites tactiques.



Contact

ppc metrics

Financial Consulting, Controlling & Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch
www.ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-mail nyon@ppcmetrics.ch
www.ppcmetrics.ch