

## Forces et faiblesses d'approches de gestion différentes

# Les approches de gestion «classiques» et «dynamiques»

La plupart des caisses de pensions suivent des stratégies de placements «classiques» qui comportent la définition d'une allocation stratégique avec des marges tactiques. Mais les stratégies dynamiques présentent aussi des caractéristiques intéressantes, surtout dans la perspective de la gestion des risques.

Dans le climat financier tendu qui prévaut actuellement, la confiance des investisseurs est vacillante: le doute est omniprésent, il porte aussi bien sur les méthodes utilisées dans la détermination de l'allocation des actifs (étude ALM) que sur la gestion des avoirs institutionnels. Ainsi, les questions ci-après figurent au centre des interrogations:

- Les allocations stratégiques déterminées par les études ALM sont-elles pertinentes dans l'environnement économique et financier actuel, très instable?
- Les approches de gestion «classiques» représentent-elles des solutions appropriées dans ce contexte?
- Les méthodes «dynamiques» de gestion des actifs, qui prônent un meilleur contrôle des risques, sont-elles efficaces?
- Ces approches de gestion peuvent-elles être combinées aisément avec les allocations résultant de l'étude ALM?

Dans le présent article, nous abordons en particulier les deux dernières questions ci-dessus. On relève qu'à l'heure actuelle certaines institutions de prévoyance préfèrent mettre l'accent sur les possibilités pratiques de réduction et de contrôle à court terme des risques de placements. Cela explique que les notions de réduction des risques d'investissements – «proactive de-risking investment policies» – sont de plus en plus en vogue.

### Les approches classiques ...

En résumé, les approches de gestion que nous qualifierons de «classiques» présentent les principales caractéristiques ci-après:

- Détermination d'une allocation stratégique neutre, diversifiée (classes et sous-classes d'actifs, régions, pays, devises, etc.)
- Fixation de marges tactiques pour les différentes classes.
- Gestion (active et/ou indiciaire) des actifs à l'intérieur de ces marges, selon différentes techniques.

L'allocation stratégique est établie après évaluation de la capacité de la caisse de pensions à prendre des risques – c'est-à-dire à supporter une perte comptable plus ou moins prononcée durant une certaine période – compte tenu de son degré de couverture et d'une réserve pour fluctuations des valeurs.

### ... et dynamiques

Par opposition à une stratégie classique, une approche dynamique vise à réaliser un objectif prédéterminé et n'est pas conçue en référence à une allocation stratégique. Elle est mise en œuvre au moyen de règles d'allocation prédéfinies. L'ajustement des pondérations est systématique et quantitatif, il vise le plus souvent à contrôler l'exposition aux risques des placements: les approches de ce type sont donc essentiellement centrées sur la protection du portefeuille.

### En bref

- > Les risques encourus figurent au centre des approches de gestion dynamiques
- > Ces approches ambitionnent de protéger le portefeuille en périodes de forte baisse des marchés

La gamme de formules développées étant large, nous mettrons ici l'accent sur une seule des grandes familles, celle dite d'«allocation des risques»: elle s'efforce de maintenir le risque auquel un portefeuille est exposé à un niveau prédéfini.

### Auteurs

#### Graziano Lusenti

Dr. sc. pol.,  
consultant senior,  
Lusenti Partners  
LLC



#### Ilir Roko

Dr. économétrie,  
consultant senior,  
Lusenti Partners  
LLC



## Approches de gestion fondées sur l'allocation des risques

Un portefeuille classique diversifié par classes d'actifs peut présenter de fortes concentrations en termes de risques, comme il apparaît de manière simplifiée dans le diagramme ci-dessous. Les approches de gestion de ce type tentent de corriger ce problème en définissant non pas des règles d'allocation des actifs, mais d'allocation des risques. Le risque est mesuré par des indicateurs usuels tels que la volatilité ou par des mesures asymétriques comme la perte maximale prévisible («maximum draw-down»). On identifie en particulier 3 approches principales:

### «Risk Budgeting»:<sup>1</sup>

L'allocation attribue une part prédéterminée à chaque classe de risque, dans le cadre de l'élaboration d'un budget de risque. Ainsi, les allocations sont modifiées systématiquement au fur et à mesure de l'évolution des risques sur les marchés: si le marché des actions entre dans une phase de risques accrus, la part des actions dans le portefeuille est réduite de manière automatique.

### «Risk parity»:

Connu également sous le nom de «equal risk contribution», cette approche

est une version particulière de l'approche «risk budgeting», dans laquelle le même budget de risque est attribué à chaque classe d'actifs.

### «Risk control»:

Cette approche vise à maintenir le niveau de risques de l'ensemble du portefeuille constant dans le temps, à un niveau prédéterminé. Si l'objectif de risque est, par exemple, une volatilité de 3% par année, l'allocation va être modifiée systématiquement dans le temps, de sorte à satisfaire cet objectif.

La popularité des différentes approches à risque contrôlé a été significative depuis la crise de 2008: en effet, leurs objectifs s'avèrent attrayants durant les périodes marquées par de fortes volatilités et la survenance d'événements extrêmes («fat tails», «black swans») durant des périodes de plus en plus brèves.

## Conclusions

En guise de conclusions, nous souhaitons mettre en évidence quelques-unes des interrogations qui, à notre sens, sont occasionnées par ces approches de gestion dans la perspective des institutions de prévoyance.

*Ces approches peuvent-elles être utilisées de manière efficace en relation avec une étude ALM?*

Elles peuvent être utilisées dans ce cadre si on admet que les valeurs fixées par l'étude s'appliquent comme repères,

et que les approches de gestion déploient leurs effets dans le court terme. Néanmoins, des ajustements importants devront être réalisés sur le plan de l'allocation et de la mise en œuvre.

*Quelle compatibilité avec les limites de l'OPP 2?*

Dans le cadre d'une gestion globale de portefeuille d'institution de prévoyance soumise à l'OPP 2, l'application des approches dynamiques centrées sur le risque est possible.

*Réduction réelle du risque?*

L'ensemble de ces méthodes peut amener à des concentrations fortes du portefeuille en certaines classes d'actifs – donc à une réduction importante de la diversification. La non-prise en compte de cet aspect peut être néfaste pour la caisse de pension.

*Quels coûts?*

Comme toute technique de gestion, les approches dynamiques génèrent des coûts, en particulier du fait des ajustements de positions très fréquents (achats et ventes de valeurs, de fonds, etc.). De plus, en situation de marchés sans direction claire, elles ont tendance à multiplier les réallocations, ce qui engendre des coûts plus prononcés.

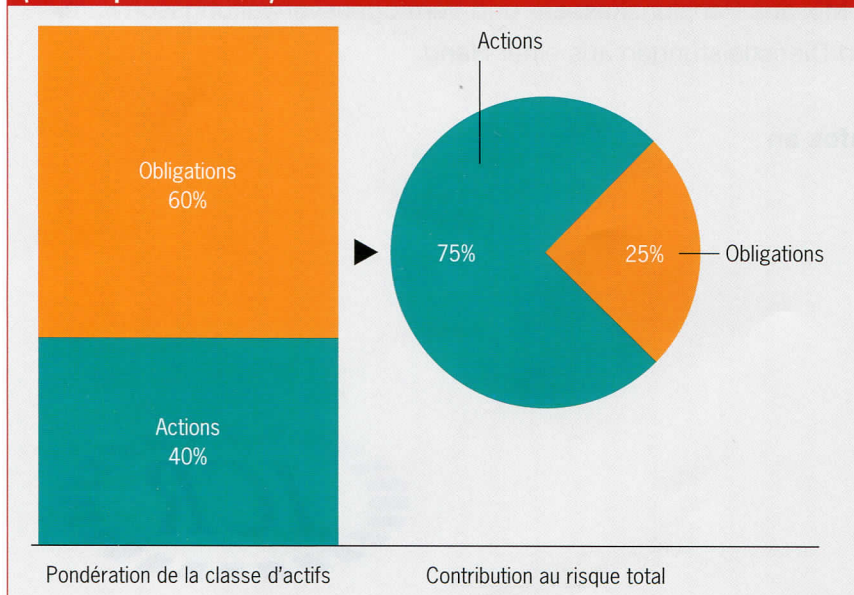
*Des performances inférieures durant les phases de hausse des marchés?*

Durant les périodes haussières sur les marchés, la performance des approches présentées ici s'avère en général inférieure à celle des approches classiques. En effet, le risque, mesuré par la volatilité est un indicateur symétrique – contrôler ou réduire le risque d'un portefeuille signifie donc également réduire les opportunités de participer à la hausse.

*La dépendance très forte d'un fonctionnement optimal des marchés financiers en toutes circonstances est-elle acceptable?*

Toutes les approches de gestion résumées ici dépendent fortement d'un fonctionnement optimal des marchés financiers, notamment en termes de liquidités et de «spreads»; des dysfonctionnements, comme ceux observés au plus fort de la crise financière en 2008 et 2009 représentent un handicap majeur. ■

### Allocation des actifs (obligations et actions) et contribution au risque total (mesuré par la volatilité)



<sup>1</sup> Le «Risk Budgeting» peut correspondre à différentes approches (voir article Ammann/Schaffner, page 42).