

# La gestion des risques, centre de coût ou source inexploitée de performance ?

Par Adina Grigoriu, Directeur général de AAA International Consulting



Il y a dans la finance, comme dans la haute couture, des modes et des saisons. La pression subie par les investisseurs pour s'y conformer est grande. C'est ce que les financiers que nous sommes appellent le benchmarking. C'est donc sans grande surprise qu'aujourd'hui, un peu plus de 3 ans après le début d'une crise majeure de l'industrie financière, il est de bon ton d'aborder la gestion des risques simultanément aux problématiques d'allocation d'actifs.

## Le coût de la non gestion des risques

La question qui brûle toutes les lèvres est : « quel est le véritable coût de la gestion des risques ? ». C'est en fait un faux problème, car la question que nous devrions tous nous poser est : « quel est le coût de la non gestion des risques ? ». Pour certains, la réponse à cette deuxième question devrait les pousser à mettre en place une gestion des risques de façon imminente et indépendamment de l'évolution de la législation. D'ailleurs, ne sommes-nous pas tous en train de payer à la place de ceux qui ont pris des risques qu'ils ne pouvaient assumer ? Si nous prenons l'exemple de certains fonds de pension anglo-saxons, la non gestion des actifs en ligne avec le passif a pu avoir des répercussions aussi dramatiques que

l'absence de pensions pour des salariés retraités ayant travaillé et cotisé toute leur vie.

Pourtant, la gestion des risques apparaît encore trop souvent aux investisseurs comme une punition. Ils se voient tout à coup contraints par la réglementation (Solvency II, IFRS ou QIS5) de modifier leur approche et de mettre en place de nouveaux outils de mesure et de gestion des risques.

J'aimerais aborder la gestion des risques non pas sous l'angle de centre de coût que cela peut représenter, mais sous l'angle du potentiel de performance inexploitée qu'elle offre aux investisseurs.

## Quelle gestion des risques ?

Distinguons, pour commencer, la mesure et la gestion du risque. Alors que la première peut se faire facilement à partir de formules de base largement diffusées et (pour la plupart) pouvant être directement implémentées, la deuxième doit impérativement se définir par rapport à l'investisseur, à ses objectifs et ses contraintes.

Prenons l'exemple concret d'un investisseur long terme dont l'unique contrainte de risque est de ne jamais perdre plus de 10 % par rapport à la valeur la plus haute atteinte par son investissement (soit un max draw-down de 10 %). Son gérant d'actifs favori pourra lui proposer trois options de gestion différentes (hors univers d'investissement alternatif, hors vente à découvert ou stratégies optionnelles).

**Approche 1 : la gestion diversifiée**, qui reste pour le moment l'option la plus répandue. Dans cette approche, il s'agit de trouver, à la lumière du passé, une allocation fixe qui respecte la contrainte de l'investisseur. Le portefeuille est ensuite rebalancé à intervalles réguliers vers l'allocation cible.

**Approche 2 : la gestion tactique**, qui est souvent également utilisée en complément d'une gestion diversifiée pour faire varier les allocations aux différentes classes d'actif en fonction des vues d'un gérant ou d'un modèle. Dans ce cas, le gérant exprime ses vues sur le marché, en essayant de prévoir si ce sont les actions ou les obligations dans son portefeuille qui auront une meilleure performance à un horizon donné (mensuel dans le cas présent). Dans sa forme la plus pure, le gérant peut aller jusqu'à mettre toute son allocation sur les actions s'il pense qu'elles vont prendre de la valeur plus rapidement que les obligations ou inversement, tout allouer aux obligations dans le cas contraire. Ce type de gestion s'implémente seule ou en complément de l'allocation diversifiée, soit en direct soit via un « overlay » de futures.

**Approche 3 : la définition et la gestion d'un budget de risque**, ici, en l'occurrence, le niveau de draw-down maximum défini par l'investisseur. Cette approche de gestion dynamique du risque (aussi appelée Core-Satellite Dynamique ou CSD) provient des techniques d'assurance de portefeuille et introduit un concept souvent oublié lorsqu'il est question de gestion du risque, la marge de manœuvre de l'investisseur. Le principe est alors simple : plutôt que de définir son allocation en fonction du comportement passé des actifs ou encore de modèles de prévisions, il est question dans cette approche de ne prendre en considération pour la décision d'allocation que cette marge de manœuvre. Lorsqu'elle est importante, l'investisseur peut se permettre de prendre plus de risque que lorsqu'elle est très faible. Je me souviens d'une conférence au sujet du risque dans laquelle un professeur de finance s'appuie sur une très belle analogie. « Si Monsieur va au casino avec sa paye du mois, il sait que sur 100 euros, il ne peut se permettre d'en perdre que 10, les 90 autres étant nécessaires aux dépenses de sa famille pour le mois. Sa marge de manœuvre est donc de 10. S'il venait à perdre plus de 10, il risquerait de perdre également sa femme

et ses enfants... Ainsi, avec 10 euros à perdre en poche, il peut miser jusqu'à 10. Mais lorsqu'il n'en a plus qu'1, le fait de miser plus et de perdre aurait des conséquences allant bien au delà de la perte en elle même. » Il est d'ailleurs difficile de ne pas penser à nouveau à ces fonds de pension anglo-saxons dont le passif dépasse, dans certains cas, la capitalisation boursière de l'entreprise. La marge de manœuvre d'un tel fonds de pension est très faible. Tout dérapage peut entraîner la mise en liquidation pure et simple de l'entreprise.

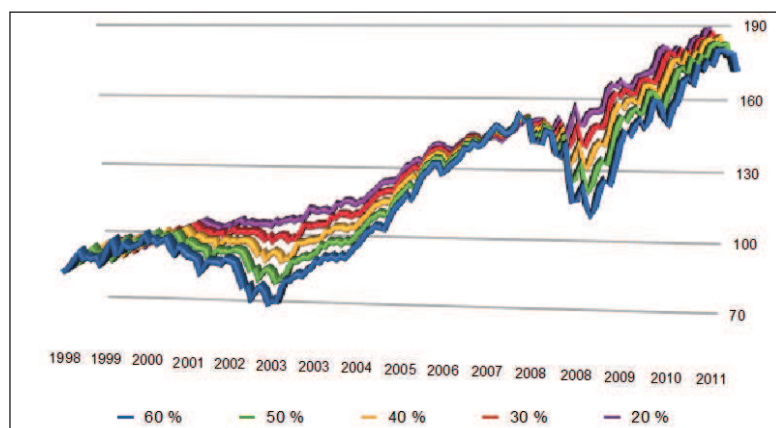
## Comparaison des 3 approches et de ce qu'elles apportent à l'investisseur

Pour cela, nous allons supposer que le gérant va uniquement investir sur des actions UK et des obligations d'état UK, sur une période allant de fin décembre 1998 à fin août 2011. Le gérant se donne une limite de 60 % maximum à son allocation actions, compatible avec la contrainte de draw-down de 10 %. Il rebalance tous les portefeuilles à une fréquence mensuelle.

Cet exemple nous permettra d'entrevoir les limites des différentes approches et d'estimer (au moins sur l'historique considéré) le coût de la gestion des risques.

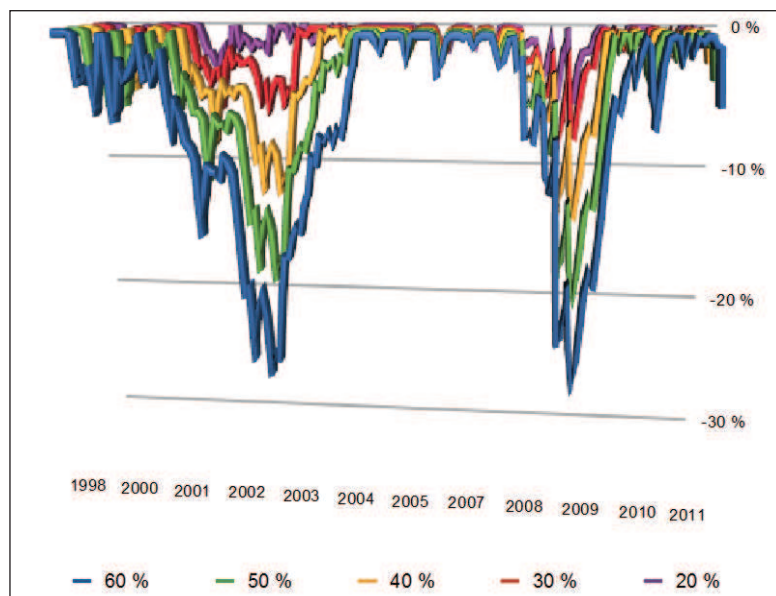
### Approche 1, la diversification

Etudions, sur l'historique considéré, l'évolution en termes d'actif et de draw-down en cours de quelques portefeuilles à allocation fixe, allant de 60 % actions à 20 % actions.



**Graphique 1, évolution de l'actif de plusieurs portefeuilles diversifiés**

A remarquer que sur la période, le rendement annualisé de ces cinq portefeuilles est sensiblement identique.



**Graphique 2, draw-down en cours de plusieurs portefeuilles diversifiés**

La draw-down des portefeuilles ayant plus de 30 % d'actions est supérieure à la limite donnée par l'investisseur (10 % dans notre exemple).

	Actions	Obligations	Allocation diversifiée: pourcentage actions			
			60 %	50 %	40 %	30 %
Rend. moyen ann.	3,5 %	5,3 %	4,6 %	4,8 %	4,9 %	5,1 %
Max DD	-42,8 %	-4,5 %	-22,5 %	-17,4 %	-12,2 %	-8,3 %

**Tableau 1, paramètres de rendement et de draw-down pour les actifs considérés ainsi que les portefeuilles diversifiés avec différentes allocations actions**

Compte tenu de l'historique depuis fin 1998, un portefeuille diversifié ne devrait pas avoir plus de 30 % d'actions pour respecter une contrainte de draw-down inférieure à 10 %.

Cela amène deux commentaires :

- le premier est que si le futur ne ressemble pas au passé (par exemple si les actions ont des draw-down supérieures à celles observées dans le passé), la limite de risque ne

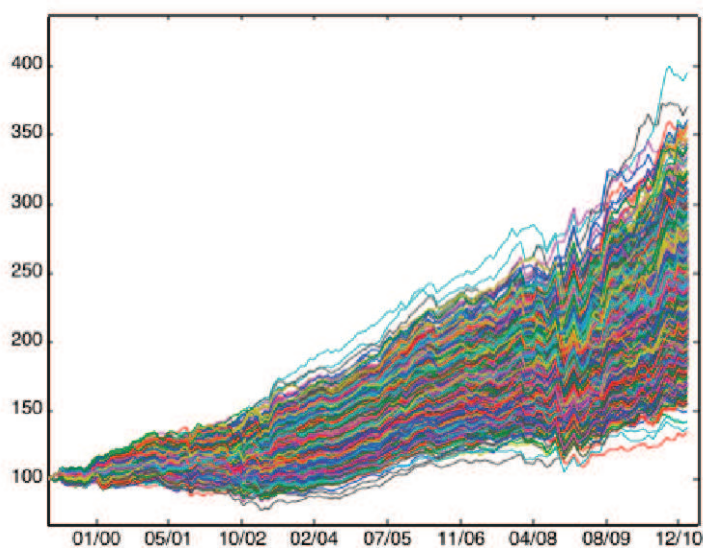
sera peut-être pas respectée ;

- le deuxième est que le pourcentage d'actions utilisé est relativement faible au regard de l'horizon long terme de l'investisseur et du manque de contraintes explicites sur l'allocation maximale à l'actif risqué.

## Approche 2, l'allocation tactique

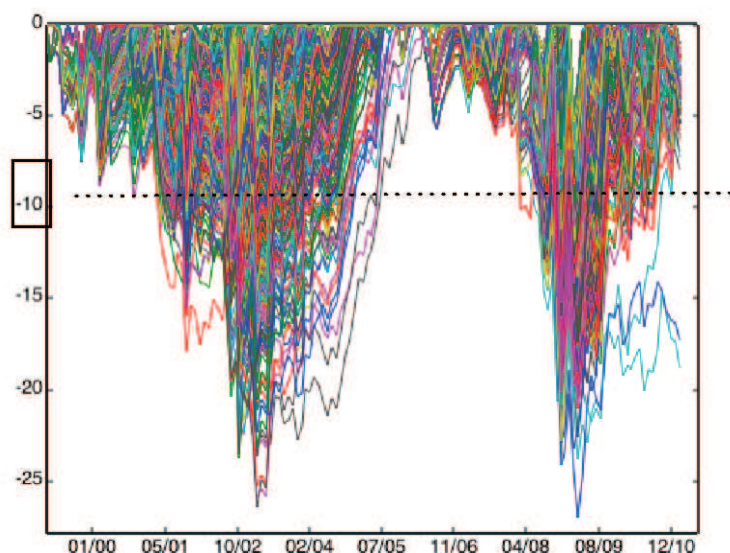
Supposons, à titre d'illustration, une

stratégie dans laquelle le gérant investit au maximum de la limite qu'il s'est donnée, c'est à dire 60 % dans les actions lorsqu'il pense qu'elles vont surperformer les taux dans le mois à venir et 100 % dans les taux dans le cas contraire. Nous avons simulé des décisions prises par 1000 gérants, à fréquence mensuelle, avec un même taux de succès.



**Graphique 3, évolution de l'actif pour 1000 gérants prenant des paris tactiques mensuels et ayant un taux de réussite de 7/12**

Les performances de ces gérants varient fortement en fonction des moments dans lesquels ils ont eu tort ou raison. Leurs performances varient sur une même échelle de 1 à 4.



**Graphique 4, draw-down en cours des 1000 gérants avec un taux de réussite de 7/12**

L'occurrence des draw-downs supérieures à la limite de l'investisseur est impressionnante. Même si les performances des gérants tactiques semblent importantes, ils ne respectent a priori pas la limite de draw-down de l'investisseur.

	Taux de succès				
	7/12	8/12	9/12	10/12	11/12
Rdt. moyen ann.	7,3 %	8,7 %	11,1 %	14,6 %	17,1 %
Max DD	-27,0 %	-24,4 %	-19,8 %	-17,5 %	-14,2 %

**Tableau 2, rendements moyens et draw-downs maximales de 1000 gérants ayant des taux de succès allant de 7/12 à 11/12**

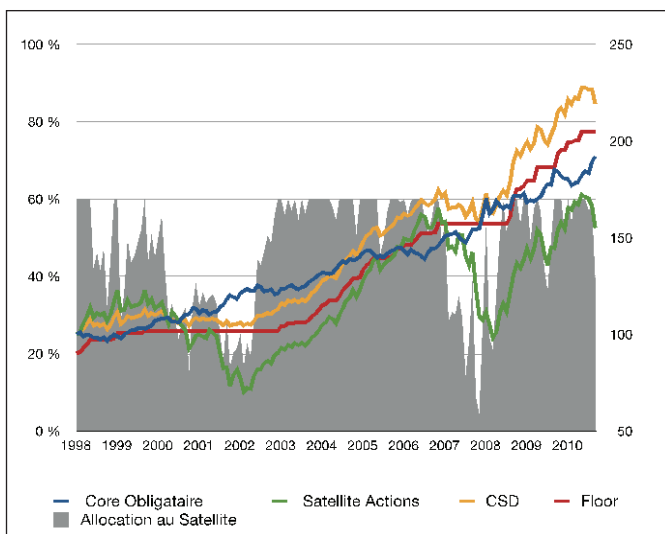
Il est surprenant de constater que malgré des taux de succès de 11/12, certains gérants ne respectent toujours pas la limite de 10 % maximum de draw-down.

L'approche tactique seule ne semble donc pas bien correspondre à une optique de gestion d'un budget de risque, elle ne permet pas de respecter la contrainte de l'investisseur.

### Approche 3, la gestion dynamique du budget de risque

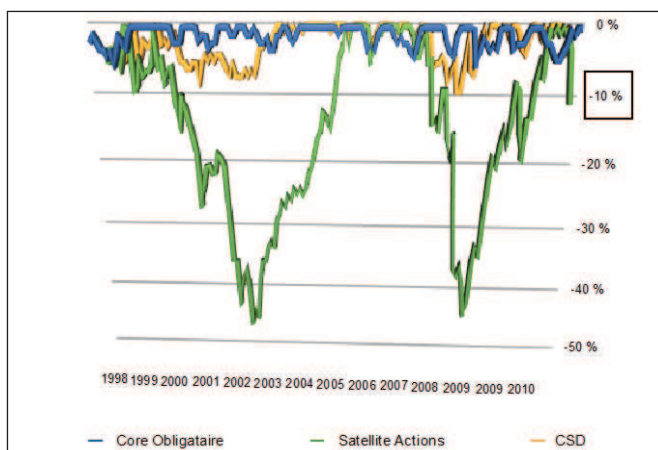
Analysons à présent l'exemple d'une allocation dynamique (CSD) construite sur la gestion du budget de risque permettant ainsi de déterminer le coût que cela peut représenter par rapport à la diversification.

Dans cette approche, l'allocation à l'actif risqué ne dépend que du budget de draw-down disponible. Il est directement calculé en appliquant un multiplicateur déterminé en univers stochastique. Ainsi, avec un budget de draw-down de 10 % et un multiplicateur de 6, l'allocation aux actions est de 60 %. Le budget de risque est calculé dans cet exemple à une fréquence mensuelle.



**Graphique 5, évolution de l'actif (jaune) comparée à celle des composantes (actions en vert et obligations en bleu), du plancher de protection (rouge) et de l'allocation aux actions (gris, échelle de gauche)**

Le graphique permet de visualiser le fait que l'allocation actions dépend uniquement de la distance entre l'actif et le plancher de protection, qui traduit la contrainte de risque de l'investisseur.



**Graphique 6, draw-down en cours de la stratégie d'allocation dynamique**

Notons ici que la stratégie respecte bien la contrainte de risque de l'investisseur.

Bilan des trois approches :

	CSD	Diversifié 30% Actions	Allocation tactique (7/12)
Avge. ann. ret.	6,4 %	5,0 %	7,3 %
Max. DD	-9,3 %	-8,3 %	-27,0 %
	✓	✓	✗

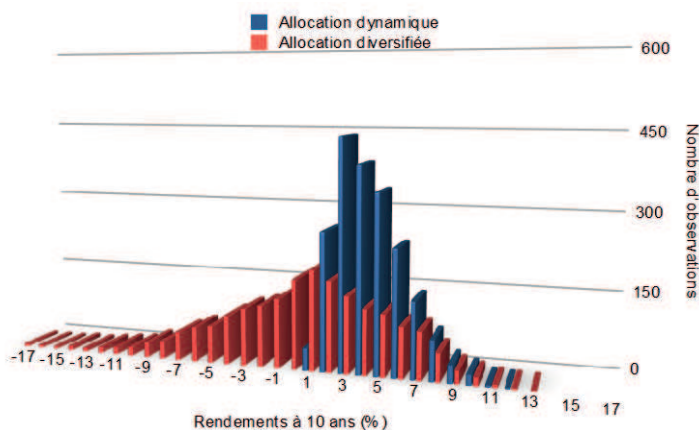
**Tableau 3, comparatif de performance entre les trois approches**

L'approche allocation dynamique permet d'obtenir, sur la période, des rendements supérieurs à ceux de l'allocation diversifiée ayant le même niveau de risque (où le

risque est mesuré par la draw-down).

Ce résultat, qui se vérifie sur l'historique considéré, reste vrai

dans un univers stochastique, en présence de multiples scénarii d'évolution possible des actifs.



**Graphique 7, distribution des rendements d'une allocation dynamique basée sur la gestion des risques et d'une allocation diversifiée ayant un même niveau de risque**

*La distribution des rendements se trouve déportée sur la droite dans le cas de l'allocation dynamique par rapport à l'allocation diversifiée.*

## La gestion dynamique des risques se décline également de façon très avantageuse en présence d'un passif

Cet exemple permet d'entrevoir les avantages de l'allocation dynamique tout d'abord d'un point de vue gestion des risques (il est possible de gérer avec succès des contraintes de risque) mais également d'un point de vue de la performance. Mais la gestion des budgets de risque peut revêtir des formes bien plus complexes et prendre en compte toutes sortes de contraintes, y compris réglementaires (optimisation des besoins en capitaux sous Solvency II, préservation du capital à une certaine échéance, optimisation de gestions très long terme, etc.).

L'approche de gestion dynamique du budget de risque n'est d'ailleurs pas cantonnée à l'univers de l'actif. Elle se décline de façon très avantageuse en présence d'un passif. Des études de cas sur des fonds de pension américains permettent de démontrer des baisses significatives des versements nécessaires à l'atteinte et à la préservation d'un équilibre entre l'actif et le passif par rapport aux autres approches possibles (LDI, diversification ou encore le très populaire de-risking). Les économies ainsi réalisées peuvent être de l'ordre de 30 à 50 % sur 10 ans. La gestion des risques actif/passif est dans ce cas vecteur incontestable de création de valeur.

Le cas des fondations est en fait semblable à celui des fonds de pension. Sans qu'il s'agisse d'un passif à proprement parler, il est question de flux sortants à intervalles réguliers et de la préservation, à tout prix, des dotations. Là encore, l'approche de gestion dynamique du budget de risque est avant tout source de valeur ajoutée.

Quelle que soit la problématique de l'investisseur, la gestion des risques représente une source inexploitée de performance plutôt qu'un coût. L'ajout de contraintes supplémentaires de risque permet parfois d'améliorer encore d'avantage la performance. ♦