

LA GESTION PAR BUDGET DE RISQUE ACTIVE: COMMENT FAIRE FACE À UN ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS SANS RENIER SES CONVICTIONS



GUIDO BOLLIGER, PH.D
Quantitative Portfolio Manager

“ Actuellement, plus de cinq trilliard de dollars de dettes gouvernementales se traitent à taux négatifs. Même si cette situation peut durer plusieurs décennies, comme au Japon, les taux négatifs ont un impact significatif sur la rentabilité des portefeuilles multi-asset. Les taux bas réduisent également le potentiel de diversification de la classe d’actifs obligataire dans les portefeuilles puisque les corrélations entre les actifs risqués et les obligations sont en hausse. ”



CLAUDE CORNIOLEY, PH.D
Quantitative Portfolio Manager

LE GLAS DE LA GESTION BALANCÉE TRADITIONNELLE

La gestion balancée consiste à diversifier son capital par classes d’actifs de manière à atteindre un objectif de rentabilité à long-terme. En d’autres termes, il s’agit d’appliquer le précepte de «on ne met tous nos œufs dans le même panier» à la lettre. En général, il en résulte une allocation en obligations qui se situe entre 40% et 60%, le reste du capital étant réparti dans les classes d’actifs plus risquées comme les actions, le crédit, l’immobilier et les véhicules alternatifs. Ce type d’approche est particulièrement mal armé pour faire face aux défis actuels. Premièrement, leur rentabilité va diminuer car les taux sont très bas. Deuxièmement, leur risque et leur «drawdown» vont augmenter suite à la diminution du pouvoir de diversification des obligations. La crise financière de 2008 a déjà permis de constater la vulnérabilité de ce type de portefeuilles à une «re-corrélation» soudaine entre les classes d’actifs.

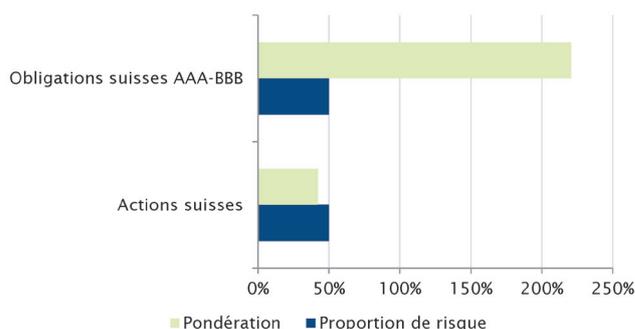
LE «RISK-BUDGETING» PASSIF

Les méthodes basées sur le risque de première génération sont devenues très populaires après la crise financière de 2008 et sont une réponse directe aux problèmes rencontrés par la gestion balancée traditionnelle lors de cette dernière. Leur objectif est d’éviter une concentration excessive des sources de risque et ainsi de gérer activement la volatilité des portefeuilles. Ces méthodes reposent sur un postulat extrêmement fort: A long-terme, toutes les classes d’actifs ont un ratio risque-rendement identique. Par conséquent, elles font complètement abstraction de la rentabilité future (i.e. du niveau de valorisation) des actifs.

Il existe de multiples méthodes d’allocation basées sur le risque. La plus connue étant l’approche «risk-parity» qui consiste à répartir le risque du portefeuille par classes d’actifs de manière équi-pondérée. L’allocation du capital qui en résulte sur-pondère les actifs peu risqués et faiblement corrélés avec les autres actifs en portefeuille.

Les investissements gérés avec ce type d’approche ont obtenus d’excellents résultats au cours de la dernière décennie tant en termes de rentabilité absolue qu’en termes de ratio rendement-risque. Les facteurs principaux qui expliquent cette bonne performance sont la bonne diversification du risque des portefeuilles ainsi gérés mais également leur très forte sur-pondération en obligations gouvernementales. Le Graphique I illustre la composition optimale d’un portefeuille «risk-parity» allouant la même proportion de risque aux obligations de la Confédération Suisse et aux actions suisses avec un objectif de volatilité annualisée de 10%. Les calculs ont été effectués en date du 31 décembre 2015 en utilisant un historique de 3 ans pour les indices SBI AAA-BBB et SPI.

A la lecture du Graphique I, il apparaît qu’un tel portefeuille n’est probablement pas optimal dans le contexte actuel de taux d’intérêt extrêmement bas. De plus, l’objectif de volatilité ne peut être atteint qu’avec un levier très important.



Graphique I: Composition d’un portefeuille «risk-parity» actions et obligations suisses

LE «RISK-BUDGETING» ACTIF

Les méthodes d'allocation basées sur le risque de deuxième génération remettent en question le postulat qui prétend que toutes les classes d'actifs dégagent une rentabilité ajustée au risque identique à long-terme. En effet, la performance à long-terme des différentes classes d'actifs est influencée par deux composantes macro-économiques dont les cycles s'étendent généralement sur plusieurs années: la croissance et l'inflation. Par exemple, dans un environnement déflationniste (faible croissance/décroissance et inflation négative), les obligations d'état dégagent une performance supérieure aux actions. En revanche, dans un environnement pro-cyclique (forte croissance et forte inflation), les actions et les matières premières dégagent généralement de meilleures rentabilités que les obligations d'état.

Dans le cadre d'un «risk-budgeting» actif, la part du risque allouée à chaque classe d'actifs n'est plus uniquement déterminée par le risque mais dépend également de l'environnement macro-économique et, par conséquent, des vues sur la rentabilité future de chaque classe. On évite ainsi de fortes surpondérations dans les actifs surévalués dont la rentabilité future est faible. Par contre, cette approche demeure très protectrice en termes de gestion du risque et limite fortement l'impact négatif que peuvent provoquer l'émotion ou l'erreur humaine quand la construction du portefeuille s'appuie uniquement sur des vues macro-économiques.

La démarche utilisée est représentée dans l'exemple (simplifié) ci-dessous. Dans ce cas, la vue est exprimée sous la forme d'un rendement attendu représenté dans la deuxième colonne du tableau. La troisième colonne du tableau représente le budget de risque résultant du rendement attendu. La dernière colonne représente la différence entre le capital alloué par l'approche de budget de risque active et l'approche passive où toutes les classes d'actifs ont un budget identique («risk-parity»).

Classe d'actif	Rendement attendu	Budget de risque		Poids Actif moins poids Risk-Parity
		Actif	Risk-Parity	
Actions Suisse	5%	19%	17%	2%
Actions Monde	10%	37%	17%	5%
Obligations Suisse	1%	2%	17%	-13%
Obligations Etranger	2%	3%	17%	1%
Immobilier Suisse	3%	11%	17%	2%
Immobilier Etranger	8%	28%	17%	4%

Tableau 1 : Allocation par budget de risque active versus «risk-parity»

Les budgets de risque attribués aux classes d'actifs dont le rendement attendu est important (faible) sont supérieurs (inférieurs) à ceux de l'approche «risk-parity». Dans l'exemple, cela se traduit par une forte diminution du poids des obligations suisses au profit principalement des actions étrangères et à l'immobilier étranger. Par contre, le poids des obligations suisses n'est pas nul et une partie de l'allocation est reportée sur les obligations étrangères même si le rendement attendu de ces dernières n'est que très légèrement supérieur à celui des obligations suisses. Cet exemple illustre parfaitement la contribution de la partie risque dans le processus d'allocation qui permet de maintenir un bon degré de diversification du risque et de respecter le budget de volatilité du portefeuille tout en intégrant les vues d'investissement.

SYZ Asset Management gère des fonds et des mandats à partir d'une approche basée sur une allocation active du risque depuis 2003. Les budgets de risque sont déterminés à partir des scores (préférences) attribués à chaque classe d'actif par le comité d'investissement. Cela permet d'obtenir des portefeuilles dont le risque est le plus diversifié possible tout en étant exposé aux sources de risque les plus rémunératrices.

Même si la volatilité des produits basés sur le risque est gérée activement, les portefeuilles peuvent subir des pertes qui sont parfois significatives et difficiles à digérer pour les investisseurs. Ces pertes peuvent survenir lorsque, comme au printemps 2013 lors du «Fed Tapering», toutes les classes d'actifs baissent simultanément. C'est pourquoi la solution d'investissement basée sur une allocation active du risque est complétée par une gestion dynamique du drawdown des portefeuilles.

CONCLUSION

Dans un contexte de marchés très volatils où le nombre d'instruments fournissant des rendements récurrents est en forte réduction et les sources de diversification sont en train de se tarir, le poids de la gestion du risque dans le processus d'investissement va probablement encore augmenter. Un processus d'investissement qui intègre le risque n'est pas antinomique avec une gestion basée sur de fortes convictions. Au contraire, les approches «risk-based» actives permettent d'exposer les portefeuilles aux vues du gérant qui sont les moins consommatrices de risque et ainsi de maximiser le ratio risque-rendement des portefeuilles.

Guido Bolliger
Quantitative Portfolio Manager

Claude Cornioley
Quantitative Portfolio Manager