

Caisses de pension: la valeur de l'«equity overlay»

➤ **Formation** L'application systématique de cette technique aux actions aurait permis de considérer, grâce à l'asymétrie générée par les stratégies d'assurance de portefeuille, des allocations plus exposées aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur.



René Sieber*

Les quinze dernières années furent des années difficiles pour les actifs risqués que sont les actions, en particulier les actions des marchés dits développés. Pour les caisses de pension suisses, la prise de risque a ainsi

été assez mal rémunérée, plaidant pour des allocations davantage exposées aux obligations. L'application systématique d'un «equity overlay» aux actions des marchés développés aurait toutefois permis de considérer, grâce à l'asymétrie que les stratégies d'assurance de portefeuille génèrent, des allocations davantage exposées aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur.

Dans un contexte caractérisé par une décline historique des taux d'intérêt dans le monde, mais aussi par une appréciation majeure du franc suisse face aux principales monnaies étrangères, les actions ont affiché au cours des quinze années allant de 1998 à 2012 des performances bien moins attractives que celles des obligations. Ainsi, dans le cadre des indices de référence pour la prévoyance professionnelle en Suisse – les indices Pictet LPP – les actions étrangères, dont le risque de change n'est pas couvert, enregistraient une progression de 2,2% p.a., alors que les obligations en monnaies étrangères, dont le risque de change est entièrement couvert, progressaient de 3,8% p.a. Si l'attitude face au risque de change explique clairement une partie de cette différence pour les actifs en monnaies étrangères, la différence reste significative entre les actions suisses et les obligations émises en francs suisses. La hausse de ces dernières atteignait en effet 3,6% p.a. contre 3,2% p.a. pour les actions.

Si l'on tient compte, en outre, de la «modeste» performance de l'indice représentatif du «private equity» (intégré sur une base non couverte contre le risque de change), il n'est guère surprenant que, sur la période considérée, la prise de risque n'ait pas réellement été rémunérée. Comme cela ressort du tableau proposé au verso, un profil «LPP-25 plus» (20% d'actions, 2,5% de «hedge funds» et 2,5% de «private equity») affichait une progression de 3,9% p.a. avec une volatilité de 4,5% (basée sur des données bimensuelles). Une allocation «LPP-40 plus» (30% d'actions, 5% de «hedge funds» et 5% de «private equity») offrait une rentabilité à peine plus élevée, de 4% p.a., mais avec une volatilité de 7,2%, alors que le profil «LPP-60 plus» plus (45% d'actions, 7,5% de «hedge funds» et 7,5% de «private equity»), sans surprise, progressait de 3,7% p.a. avec une volatilité de 10,8%.

La «bulle internet» et sa correction, puis la crise financière de 2008-2009 ont entraîné des mouvements de baisse des actions d'une amplitude telle que le risque au niveau des caisses de pension ne peut plus simplement être évalué sur la base de la volatilité à laquelle une allocation stratégique donnée l'expose. En effet, il importe tout autant de se préoccuper des pertes maximales («maximum drawdowns») liées à une allocation stratégique donnée, et des situations de sous-couverture qui peuvent en résulter. Dans cette optique, un intérêt croissant s'est évidemment manifesté pour les différentes techniques de couverture des risques, et notamment les stratégies d'assurance de portefeuille.

Parmi ces dernières, les approches basées sur le concept de «Constant Proportion Portfolio Insurance» (CPPI) ont connu un essor important. D'une part, leur champ d'application s'est élargi, englobant, outre le «currency overlay» pour la gestion du risque de change, l'«equity overlay» pour la couverture du risque de marché lié aux actions. D'autre part, ces approches ont aussi évolué. Moins axées sur la défense impérative d'un plancher d'investissement «pur et dur», elles ont cherché à privilégier la mise en place d'une vraie asymétrie permettant

Ces allocations stratégiques permettront aussi d'espérer une hausse de la rentabilité

d'offrir une protection significative à la baisse tout en laissant la participation au potentiel de hausse aussi ouverte que possible. La satisfaction de cet objectif passe, notamment, par le maintien d'un niveau minimum d'exposition à l'actif risqué sous-jacent et la possibilité d'utiliser un budget de risque supplémentaire afin de reprendre de l'exposition en cas de baisse significative du même sous-jacent.

Pour illustrer notre propos, l'exemple graphique au verso retrace l'évolution hebdomadaire d'une position longue sur l'indice S&P500 gérée effectivement avec un «equity overlay», tel que décrit ci-dessus, de mi-février 2005 à fin avril 2013. Outre une perte maximale («maximum drawdown») divisée par deux par rapport à l'indice, – 24,1% contre – 52,8%, la position gérée avec un «equity overlay» a enregistré une hausse de 4,9% p.a. avec une volatilité de 10,8%, alors que l'indice de référence – la position longue sans «equity overlay» – progressait de 5,6% p.a. avec une volatilité de 18,2%.

Il est possible d'analyser l'apport d'une gestion asymétrique sur la période de quinze ans considérée, en appliquant de manière systématique une gestion pro

forma en «equity overlay» aux principaux marchés d'actions étrangers dits développés, ainsi qu'au marché d'actions suisse, dans le cadre des deux allocations LPP les plus risquées: «LPP-40 plus» et «LPP-60 plus». L'impact de l'asymétrie est alors mis en évidence en comparant les résultats ainsi obtenus pour chacun de ces profils avec les résultats du profil LPP moins risqué sans «equity overlay», respectivement «LPP-25 plus» et «LPP-40 plus». Cette comparaison figure dans le tableau au verso.

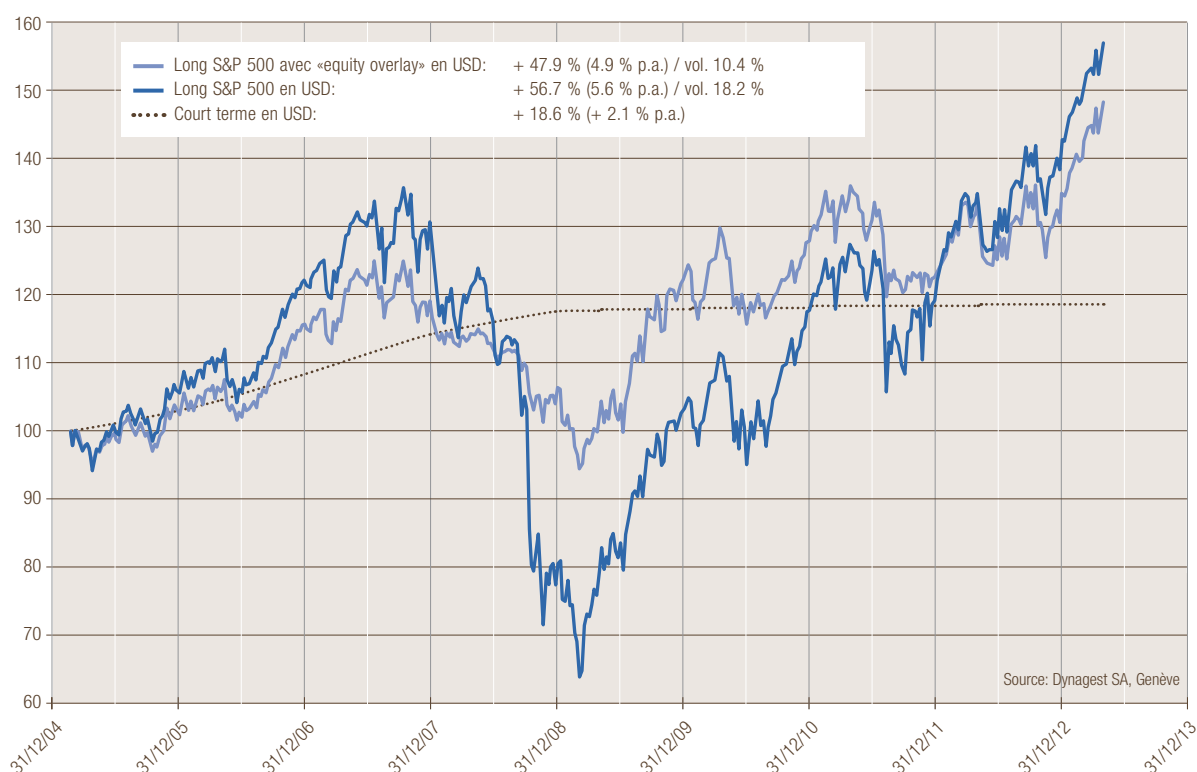
Ainsi, «LPP-40 plus» avec «equity overlay» se caractérisait par une performance de 4,0% p.a. contre 3,9% p.a. pour «LPP-25 plus» sans «equity overlay», avec une volatilité supérieure de moins de 1% (5,3% contre 4,5%). De manière plus significative, la perte maximale était ramenée à 20,2%, certes au-dessus des 16,9% du profil «LPP-25 plus» sans «equity overlay», mais bien en dessous des 28,6% de «LPP-40 plus» sans «equity overlay». Enfin, lors de la moins bonne année (2008), le recul s'élevait à 13,6%, contre 11,6% pour «LPP-25 plus» sans «equity overlay» et 20,5% pour «LPP-40 plus» sans «equity overlay».

Les résultats sont analogues pour le profil «LPP-60 plus» avec «equity overlay». Atteignant 4% p.a., la performance était identique à celle de «LPP-40 plus» sans «equity overlay», avec également une volatilité supérieure de moins de 1% (7,9% contre 7,2%). La perte maximale, quant à elle, s'élevait à 30,5%, soit guère plus que les 28,6% liés à «LPP-40 plus» sans «equity overlay», et nettement moins que les 41,8% du profil «LPP-60 plus» sans «equity overlay». Si l'on considère le recul enregistré en 2008, il était de 21,4%, contre 20,5% pour «LPP-40 plus» sans «equity overlay» et de 31,2% pour «LPP-40 plus» sans «equity overlay».

Grâce à l'asymétrie que les stratégies d'assurance de portefeuille engendrent, il est possible d'envisager des allocations davantage exposées aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur. Qui plus est, si les prochaines années devaient se caractériser par un retour à la normale en termes de primes de risque, ces allocations stratégiques permettraient aussi d'espérer une amélioration de la rentabilité. En effet, ces allocations bénéficieraient davantage, dans ce cas, de la surperformance des actions, et ce d'autant plus si les principales monnaies étrangères devaient retrouver quelques couleurs.

*Dr. René Sieber
Directeur, Dynagest SA
Co-directeur, CAS en gestion quantitative de portefeuille,
Université de Genève

«Equity overlay» effectif sur l'indice S&P 500 : 2005-2013



Une approche pour investir davantage en actions

Profils LPP 1998-2012: impact d'un «equity overlay» de type CPPI sur les marchés d'actions développés (gestion pro forma)

Données bimensuelle	LPP-25 plus	LPP-40 plus	LPP-60 plus	LPP-25 plus	LPP-40 plus avec EO	LPP-40 plus	LPP-60 plus avec EO
Rentabilité annuelle	3.9%	4.0%	3.7%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
Volatilité	4.5%	7.2%	10.8%	4.5%	5.3%	7.2%	7.9%
Ratio de Sharpe	0.66	0.42	0.26	0.66	0.58	0.42	0.39
Ratio de Sortino (@ 3.5%)	0.74	0.46	0.28	0.74	0.68	0.46	0.45
Perte maximale	-16.9% 16.5.07-28.2.09	-28.6% 31.5.07-28.2.09	-41.8% 31.5.07-28.2.09	-16.9% 16.5.07-28.2.09	-20.2% 31.5.07-28.2.09	-28.6% 31.5.07-28.2.09	-30.5% 31.5.07-28.2.09
Moins bonne année	-11.6% 2008	-20.5% 2008	-31.2% 2008	-11.6% 2008	-13.6% 2008	-20.5% 2008	-21.4% 2008
Meilleure année	13.7% 2009	18.0% 2009	28.3% 1999	13.7% 2009	15.9% 2009	18.0% 2009	22.0% 1999

NB: Données historiques en CHF:

- obligations étrangères: + 3.8% p.a.
- obligations en CHF: + 3.6% p.a.
- actions étrangères: + 2.2% p.a.
- actions suisses: + 3.2% p.a.
- private equity: + 1.6% p.a.
- hedge funds: + 3.3% p.a.
- immobilier étranger: + 5.5% p.a.
- immobilier suisse: + 4.6% p.a.

Sources: Datastream, Bloomberg