

ASSET MANAGEMENT

L'analyse - La gestion de portefeuille équilibrée en risque

Par **Jérôme Teiletche**, professeur associé, université Paris-Dauphine, responsable de la gestion systématique et de la multigestion alternative chez Lombard Odier Investment Managers

En donnant à chacun des composants du portefeuille une même contribution au risque, la méthode en parité de risque (risk parity) laisse entrevoir à l'investisseur un rendement ajusté du risque supérieur.

La crise financière récente a conduit certains investisseurs institutionnels à repenser leur allocation stratégique, c'est-à-dire les proportions investies dans les différentes classes d'actifs (actions, obligations, matières premières). Une approche a été notamment adoptée par plusieurs fonds de pension américains ou par diverses sociétés de gestion d'actifs après qu'elle eut fait l'objet d'une reconnaissance dans la littérature académique¹. Il s'agit de l'approche en parité de risque (risk parity). Le principe est simple : plutôt que d'accorder un même poids à chacune des classes d'actifs comme le ferait une allocation diversifiée classique du type 50 % actions / 50 % obligations, l'investisseur va allouer de sorte que chacune des composantes du portefeuille contribue à même hauteur au risque du portefeuille. Dans ce cadre, les actifs relativement moins risqués ou ceux ayant des propriétés de décorrélation se verront attribuer un plus grand poids. Par exemple, les obligations d'Etat se verront attribuer un poids plus important que les actions.

Quelle est la motivation derrière la construction de tels portefeuilles ? En donnant à chacun des composants du portefeuille une même contribution au risque, la méthode maximise la diversification que l'investisseur peut obtenir a priori. Et ce faisant, l'investisseur peut entrevoir un rendement ajusté du risque – tel que mesuré par la ratio de Sharpe – supérieur. Autrement dit, les rendements obtenus seront plus robustes et consistants. Plusieurs auteurs ont montré que ce résultat théorique semblait résister à l'épreuve des faits. L'explication tient notamment à une anomalie selon laquelle les titres dont le risque relatif est faible (par exemple, les actions à faible bêta au marché) présentent un rendement ajusté du risque supérieur. En effet, les investisseurs ont tendance à les délaisser car ils sont plus attirés par les titres à plus forte variabilité du fait d'une sorte d'illusion nominale qui les attire vers les gros rendements (qui peuvent devenir de grosses pertes lorsque le marché devient défavorable). L'approche présente en outre d'autres avantages. D'une part, elle est agnostique et, en particulier, elle ne nécessite pas que l'investisseur formule des anticipations sur les rendements des

actifs : il lui suffit de formuler une hypothèse sur le risque relatif des actifs qui est beaucoup plus stable que les rendements relatifs. D'autre part, en s'ajustant aux variations de risque, elle incorpore un mécanisme de protection qui peut se révéler utile dans les phases de violente crise sur les marchés tel l'automne 2008. Enfin, si tous les actifs ont le même ratio de Sharpe – ce qui est une hypothèse réaliste à long terme – et qu'ils présentent une structure de corrélation uniforme, le portefeuille en risk parity se trouve être le portefeuille théoriquement optimal sur un plan rendement-risque au sens où aucune autre combinaison d'actifs ne peut le dominer sur ce plan-là.

Si ce principe est attractif, il a toutefois été critiqué sous prétexte que si les rendements ajustés du risque présentés par l'approche de parité en risque sont élevés, les rendements absolus peuvent être faibles. On a là une application de l'adage de la gestion d'actifs selon lequel «les investisseurs ne consomment pas les ratios de Sharpe». Pour retrouver des niveaux absolus élevés de rendements, il est nécessaire d'avoir recours à un effet de levier, par exemple via des instruments dérivés, mais il faut

L'approche incorpore un mécanisme de protection qui peut se révéler utile dans les phases de violente crise sur les marchés.

que cette possibilité soit offerte à l'investisseur. Il semble néanmoins que cette nécessité de recourir à l'effet de levier soit surtout valable dans l'application du risk parity à un portefeuille mélangeant des actions et des obligations. L'application dans des cadres plus particuliers tels qu'un panier de matières premières montre que non seulement les rendements ajustés du risque sont améliorés, mais que cette amélioration ne se fait pas au détriment d'une baisse des rendements absolus. L'application à différentes classes d'actifs pose néanmoins d'autres questions. Notamment, la notion de risque qui peut être raisonnablement assimilée à une simple volatilité pour des actifs tels que des indices actions diversifiés ou des obligations d'Etat doit être étendue pour tenir compte des risques extrêmes (exemple des matières premières) ou du risque de liquidité (exemple des obligations non gouvernementales ou des actions de petite capitalisation). Ceci montre que si le principe est simple, l'application nécessite une certaine précision. ■

1. Le lecteur intéressé pourra se reporter au numéro spécial de l'Institutionnal Investor Journal (www.ijournals.com).