

**SCHWEIZER  
PERSONAL  
VORSORGE**

**PREVOYANCE  
PROFESSIONNELLE  
SUISSE**

**Volatilité et «drawdown»**

# **Pourquoi intégrer un «equity overlay» systématique?**

**Dr René Sieber, Dynagest**

Volatilité et «drawdown»

# Pourquoi intégrer un «equity overlay» systématique?

A l'heure où les taux d'intérêt ont atteint des niveaux historiquement faibles, il est possible de maintenir de l'exposition aux actifs risqués voire de prendre une exposition plus soutenue aux actions et/ou aux devises en appliquant à cette exposition des stratégies d'assurance de portefeuille.

EN BREF

L'asymétrie que les stratégies d'assurance de portefeuille engendrent permet de réduire le risque auquel une allocation stratégique expose un investisseur. Elle autorise aussi des allocations davantage exposées aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur.

Durant les quinze années allant de 1998 à 2012, les caisses de pension suisses qui avaient opté pour une prise de risque ont été plutôt mal rémunérées. Cette situation les a naturellement incitées à choisir des allocations stratégiques davantage exposées aux obligations.

Pourtant, une étude réalisée sur ces années de «disette» a montré que l'application systématique d'un «equity overlay» aux actions des marchés développés permet de considérer, en raison de l'asymétrie introduite, des allocations davantage exposées aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur. Cette même étude a également souligné que de telles allocations permettent d'espérer une amélioration de la rentabilité en cas de retour à la normale des primes de risque.

## Le retour de la prime de risque sur différents profils LPP

Sur la période 1998–2012, caractérisée par une forte décline des taux d'intérêt et une appréciation majeure du franc suisse face aux principales monnaies étrangères, les actions ont généré des performances peu attractives.

La forte hausse qu'elles ont enregistrée sur 2013–2014, conjuguée à l'appréciation de certaines des monnaies étrangères, notamment du dollar, a contribué à une claire amélioration de leur performance relative sur la période 1998–2014, et cela malgré la reprise marquée des obligations en 2014 après leur correction de 2013.

En tenant par ailleurs compte du rebond spectaculaire de l'indice représentatif du private equity, et aussi de ceux reflétant l'évolution de l'immobilier, il n'est guère surprenant, qu'en intégrant les années 2013 et 2014, une rémunéra-

tion de la prise de risque réapparaisse dans les différents profils LPP, et cela en dépit de la performance plutôt décevante des hedge funds. C'est ce que montre le tableau ci-contre.

## Des techniques pertinentes pour une meilleure maîtrise des risques

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. Il importe tout autant de se préoccuper des «maximum drawdowns» liés à celle-ci et des situations de sous-couverture qui peuvent en résulter. Dès lors, un intérêt croissant s'est manifesté pour les techniques de couverture des risques, notamment pour 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; il englobe 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 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 d'offrir une protection significative à la baisse tout en laissant la participation au potentiel de hausse aussi ouverte que possible.

Pour illustrer notre propos, le graphique retrace l'évolution hebdomadaire d'une position longue sur le marché des

**René Sieber**

Dr. oec.,  
Directeur, Dynagest S.A.,  
Co-directeur,  
CAS en gestion  
quantitative de  
portefeuille,  
Université de Genève



actions américain, gérée effectivement, de mi-février 2005 à fin juin 2015, avec un «equity overlay» du type de celui décrit ci-dessus. Outre un «maximum drawdown» divisé par deux par rapport à l'indice (-24.1% contre -52.8%), la position gérée avec un «equity overlay» a enregistré une hausse de 6.2% p.a. avec une volatilité de 10.4%, alors que l'indice de référence – la position longue sans «equity overlay» – progressait de 7.5% p.a. avec une volatilité de 16.9%.

### La valeur-ajoutée de l'asymétrie liée à l'assurance de portefeuille

L'apport d'une gestion asymétrique dans le cadre de la prévoyance professionnelle peut être analysé, en appliquant de manière systématique une gestion pro

forma de type CPPI en «equity overlay» aux principaux marchés d'actions étrangers dits développés, ainsi qu'au marché des 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 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» (voir tableau).

Si les résultats en termes de risque obtenus sur la période allant de 1998 à 2012 n'ont guère été modifiés par la prise en compte des années 2013 et 2014, la participation accrue à la surperformance des actions, pour des profils de risque comparables, a pu être vérifiée.

La valeur-ajoutée de l'asymétrie peut aussi être utilisée pour réduire le risque sur une allocation stratégique donnée. Dans ce cas, l'«equity overlay» n'est pas mis en œuvre pour s'exposer davantage aux actions, mais pour protéger l'allocation existante. Ainsi, «LPP-25 plus avec equity overlay (EO)» affichait sur la période 1998–2014 une performance moyenne de 4.2% p.a., contre 4.3% p.a. pour «LPP-25 plus sans EO», avec une volatilité réduite de plus de 1%, de 4.5% à 3.4%. Quant à la perte maximale, elle s'établissait à 10.3%, bien en dessous des 16.9% de «LPP-25 plus sans EO». Les résultats sont analogues, en considérant les deux autres profils de risque. Sur la période considérée, la rentabilité moyenne se trouve même légèrement améliorée dans le cas de «LPP-60 plus».

L'asymétrie que les stratégies d'assurance de portefeuille engendrent permet de réduire le risque auquel une allocation stratégique expose un investisseur. Elle autorise aussi des allocations davantage exposées aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur.

Pour que cette deuxième approche s'avère payante, il importe toutefois que les actifs risqués génèrent les primes de risque attendues et que le coût lié à l'assurance de portefeuille ne soit pas excessif. Les résultats mis en évidence dans la présente analyse montrent que cette approche permet aussi d'améliorer la rentabilité espérée. ■

### Performance Actions US avec et sans «equity overlay» (effectif)



### Profils LPP 1998–2014:

#### impact d'un «equity overlay» de type CPPI sur les marchés d'actions développés (gestion pro forma)

	LPP-25 plus	LPP-25 plus avec EO	LPP-40 plus	LPP-40 plus avec EO	LPP-60 plus	LPP-60 plus avec EO
<b>Rentabilité annuelle</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.8%</b>
dont 1998–2012	3.9%	4.0%	3.9%	4.0%	3.7%	4.0%
dont 2013–2014	7.0%	6.2%	9.2%	8.1%	12.3%	10.7%
<b>Volatilité</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.3%</b>	<b>10.7%</b>	<b>7.9%</b>
<b>Ratio de Sharpe</b>	<b>0.78</b>	<b>1.01</b>	<b>0.52</b>	<b>0.69</b>	<b>0.37</b>	<b>0.50</b>
<b>Ratio de Sortino (@ 3.5%)</b>	<b>0.83</b>	<b>1.16</b>	<b>0.54</b>	<b>0.79</b>	<b>0.37</b>	<b>0.55</b>
<b>Perte maximale</b>	<b>-16.9%</b>	<b>-10.3%</b>	<b>-28.9%</b>	<b>-20.1%</b>	<b>-41.8%</b>	<b>-30.3%</b>
	16.5.07–28.2.09	16.5.07–28.2.09	31.5.07–28.2.09	31.5.07–28.2.09	31.5.07–28.2.09	31.5.07–28.2.09
<b>Moins bonne année</b>	<b>-11.6%</b>	<b>-6.4%</b>	<b>-20.8%</b>	<b>-13.5%</b>	<b>-31.2%</b>	<b>-21.3%</b>
	2008	2008	2008	2008	2008	2008
<b>Meilleure année</b>	<b>13.7%</b>	<b>12.4%</b>	<b>17.8%</b>	<b>15.8%</b>	<b>28.3%</b>	<b>22.3%</b>
	2009	2009	1999 (& 2008)	2009	1999	1999

NB: données historiques en CHF (dont performances 1998–2012 & 2013–2014 entre parenthèses):

obligations étrangères:	+3.7% p.a. (+3.8% / +3.3%)	private equity:	+3.9% p.a. (+1.6% / +22.5%)
obligations en CHF:	+3.5% p.a. (+3.6% / +2.7%)	hedge funds:	+3.2% p.a. (+3.3% / +2.3%)
actions étrangères:	+4.0% p.a. (+2.2% / +18.6%)	immobilier étranger:	+6.7% p.a. (+5.5% / +16.0%)
actions suisses:	+4.9% p.a. (+3.2% / +18.7%)	immobilier suisse:	+4.7% p.a. (+4.6% / +5.7%)

Sources: Datastream, Bloomberg; Calculs: Dynagest S.A.