Le Temps
Lundi 26 mai 2014

2013 confirme les atouts de l'«equity overlay»

> Caisses de pension En offrant la possibilité de s'exposer davantage aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur, l'application d'un «equity overlay» permet de bénéficier davantage de la surperformance de celles-ci. L'édition boursière 2013 le montre .

René Sieber*

Avant l'excellent millésime 2013 enregistré par les actions des marchés dits développés, la prise de risque avait été assez mal rémunérée pour les caisses de pension suisses durant les quinze années précédentes.

L'an dernier, les résultats d'une étude réalisée dans ce contexte** avaient mis en évidence que l'application systématique d'un «equity overlay» aux actions des marchés développés permet de considérer, grâce à l'asymétrie introduite, des allocations davantage exposées aux actions sans devoir accepter un risque significativement supérieur.

Avec de telles allocations stratégiques, il avait aussi été souligné qu'il était possible d'espérer une amélioration de la rentabilité en cas de retour à la normale en termes de primes de risque. La prise en compte de l'année 2013 dans l'étude évoquée ci-dessus met clairement en évidence que ces allocations ont bénéficié davantage de la surperformance des actions.

Au cours des quinze années allant de 1998 à 2012, caractérisées par une forte décrue des taux d'intérêt et une appréciation majeure du franc suisse face aux principales monnaies étrangères, les actions ont affiché des performances bien moins attractives.

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 largement cette différence pour les actifs en monnaies étrangères, la différence restait significative entre les actions suisses et les obligations émises en franc suisse. La hausse de ces dernières atteignait en effet 3.6% p.a. contre 3.2% p.a. pour les actions.

Avec d'une part, la forte hausse enregistrée par les actions en 2013 et d'autre part, la correction des obligations, la performance relative des actions s'est clairement améliorée sur la période allant de 1998 à 2013. La progression moyenne des actions étrangères est ainsi remontée à 3.2% p.a., alors que celle des obligations en monnaies étrangères reculait à 3.5% p.a.. Quant aux actions suisses, leur hausse moyenne dépassait même celle des obligations émises en franc suisse. Avec 4.5% p.a. contre 3.3% p.a., 2013 a contribué au rétablissement d'une prime de risque positive.

Si l'on considère en outre le spectaculaire rétablissement de l'indice représentatif du «private equity» et la bonne performance des «hedge funds», il n'est pas surprenant, qu'en prenant en compte l'année 2013, une certaine rémunération de la prise de risque apparaisse à nouveau dans le cadre des différents profils LPP.

Cela ressort du tableau ci-contre. Un profil «LPP-25 plus» affichait, sur la période 1998-2013, une progression de 3.9% p.a. – quasi inchangée par rapport à la période 1998-2012 – avec une volatilité de 4.5% (basée sur des données bimensuelles). Une allocation «LPP-40 plus» offrait, sur cette même période 1998-2012, une rentabilité de 4.1% p.a. – contre 3.9% p.a. sur la période 1998-2012 – avec une volatilité de 7.1%. Quant au profil «LPP-60 plus», il progressait de 4.3% p.a. – contre 3.7% p.a. entre 1998 et 2012 – avec une volatilité de 10.7%.

Comme déjà mis en évidence l'an dernier, 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 les expose. 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 manifesté pour les différentes techniques de couverture des risques. 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: une vraie asymétrie a été mise en place 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 ci-contre retrace l'évolution hebdomadaire d'une position longue sur l'indice S&P500 gérée effectivement, de mi-février 2005 à fin avril 2014, avec un «equity overlay» tel que décrit ci-dessus. 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 6.2% p.a. avec une volatilité de 10.4%, alors que l'indice de référence – la position longue sans «equity overlay» – progressait de 7.1% p.a. avec une volatilité de 17.5%.

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 en «equity overlay» aux principaux marchés d'actions étrangers dits développés, ainsi qu'au marché des actions suisses, 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».

Si les résultats en termes de risque publiés l'an dernier sur la période allant de 1998 à 2012 n'ont, sans surprise, guère été modifiés par la prise en compte de l'année 2013, la participation accrue à la surperformance des actions, pour des profils de risque comparables, a pu être vérifiée.

Ainsi, «LPP-40 plus avec equity overlay (EO)» affichait sur la période 1998-2013 une performance de 4.2% p.a., contre 3.9% p.a. pour «LPP-25 plus sans EO», avec une volatilité supérieure de moins de 1 % (5.3% contre 4.5%). De manière plus significative, la perte maximale était ramenée à 20.1%, certes au-dessus des 16.9% du profil «LPP-25 plus sans EO» mais, bien en dessous des 28.9% de «LPP-40 plus sans EO». Enfin, lors de la moins bonne année (2008), le recul s'élevait à 13.5%, contre 11.6% pour «LPP-25 plus sans EO» et 20.8% pour «LPP-40 plus sans EO».

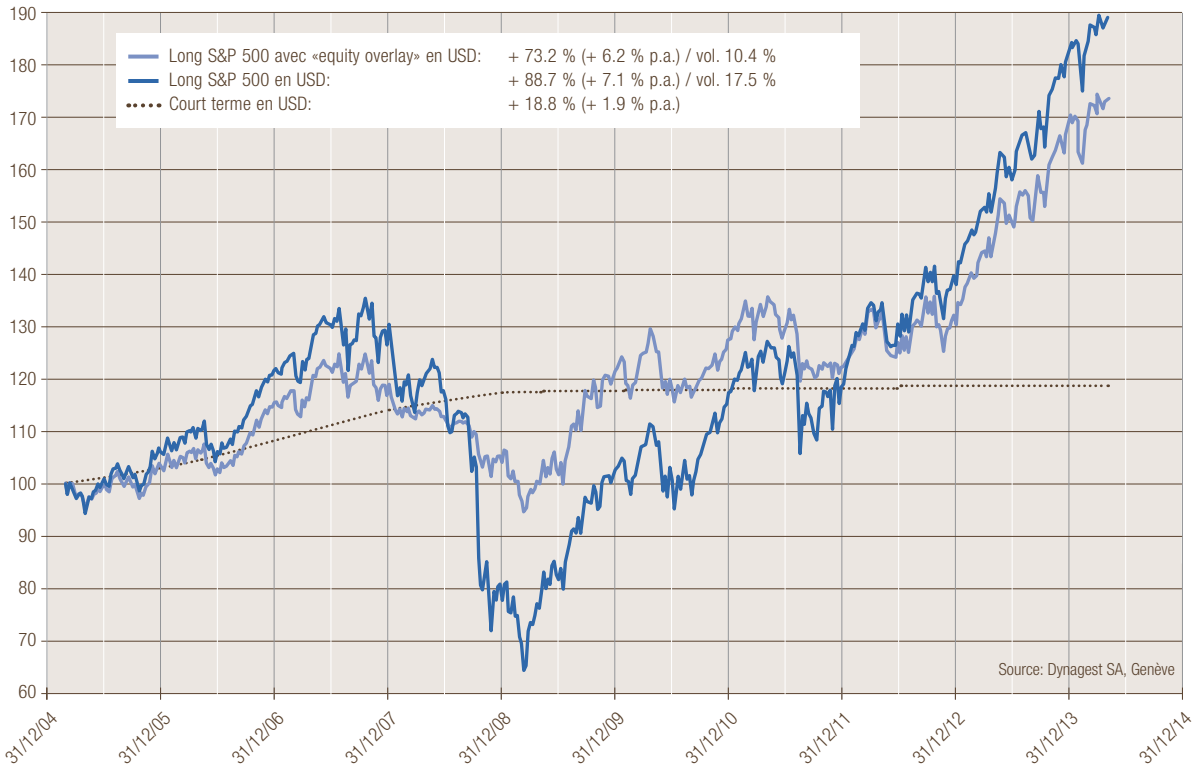
Les résultats pour «LPP-60 plus avec EO» s'inscrivent dans le même sens. Atteignant 4.4% p.a., la performance dépassait les 4.1% p.a. obtenus par «LPP-40 plus sans EO», avec également une volatilité supérieure de moins de 1% (7.9% contre 7.1%). La perte maximale, quant à elle, s'élevait à 30.3%, soit guère plus que les 28.9% liés à «LPP-40 plus sans EO», et nettement moins que les 41.8% du «LPP-60 plus sans EO». Si l'on considère le recul enregistré en 2008, il était de 21.3%, contre 20.8% pour «LPP-40 plus sans EO» et de 31.2% pour «LPP-60 plus sans EO».

L'article publié, il y a un an, dans ces mêmes colonnes avait déjà montré que des allocations davantage exposées aux actions n'impliquent pas de devoir accepter un risque significativement supérieur, grâce à l'asymétrie engendrée par les approches d'assurance de portefeuille. La prise en compte de l'année 2013, caractérisée par une progression majeure des principales bourses, a contribué à valider les conclusions de cet article: ces allocations stratégiques bénéficieront davantage de la surperformance des actions, et ce d'autant plus si les principales monnaies étrangères devaient retrouver quelques couleurs.

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

** Le Temps, Lundi Finance, Produits Structurés, 27 mai 2013.

«Equity overlay» effectif sur l'indice S&P 500 : 2005-2014



Une approche pour investir davantage en actions
Profils LPP 1998-2013 : impact d'un «equity overlay» de type CPPI sur les marchés d'actions des pays développés (gestion pro forma)

Données bimensuelles	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%	4.1%	4.3%	3.9%	4.2%	4.1%	4.4%
dont 1998 - 2012	3.9%	3.9%	3.7%	3.9%	4.0%	3.9%	4.0%
dont 2013	4.4%	7.7%	12.3%	4.4%	6.6%	7.7%	10.6%
Volatilité	4.5%	7.1%	10.7%	4.5%	5.3%	7.1%	7.9%
Ratio de Sharpe	0.69	0.46	0.32	0.69	0.63	0.46	0.45
Ratio de Sortino (@ 3.5%)	0.75	0.49	0.33	0.75	0.73	0.49	0.51
Perte maximale	-16.9%	-28.9%	-41.8%	-16.9%	-20.1%	-28.9%	-30.3%
	16.5.07-28.2.09	31.5.07-28.2.09	31.5.07-28.2.09	16.5.07-28.2.09	31.5.07-28.2.09	31.5.07-28.2.09	31.5.07-28.2.09
Moins bonne année	-11.6%	-20.8%	-31.2%	-11.6%	-13.5%	-20.8%	-21.3%
	2008	2008	2008	2008	2008	2008	2008
Meilleure année	13.7%	17.8%	28.3%	13.7%	15.8%	17.8%	22.3%
	2009	1999 (& 2009)	1999	2009	2009	1999 (& 2009)	1999

NB: Données historiques en CHF:
(dont performance 2013 entre parenthèses)

obligations étrangères :	+ 3.5% p.a. (- 0.3%)
obligations en CHF :	+ 3.3% p.a. (- 1.3%)
actions étrangères :	+ 3.2% p.a. (+ 20.6%)
actions suisses :	+ 4.5% p.a. (+ 24.6%)
private equity :	+ 3.5% p.a. (+ 37.0%)
hedge funds :	+ 3.4% p.a. (+ 6.1%)
immobilier étranger :	+ 5.2% p.a. (+ 0.5%)
immobilier suisse :	+ 4.1% p.a. (- 2.8%)

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

Cet article est disponible dans sa version e-paper datée du 26 mai 2014 sur le site www.letemps.ch