

Coninco Master Class

Comment exploiter les primes de risque alternatives ?

8 et 9 novembre 2017

Fabio Alessandrini, CIO Investissements alternatifs et quantitatifs



1 Les primes de risque: pourquoi maintenant ?

2 De quoi s'agit-il ?

3 Les marchés actions

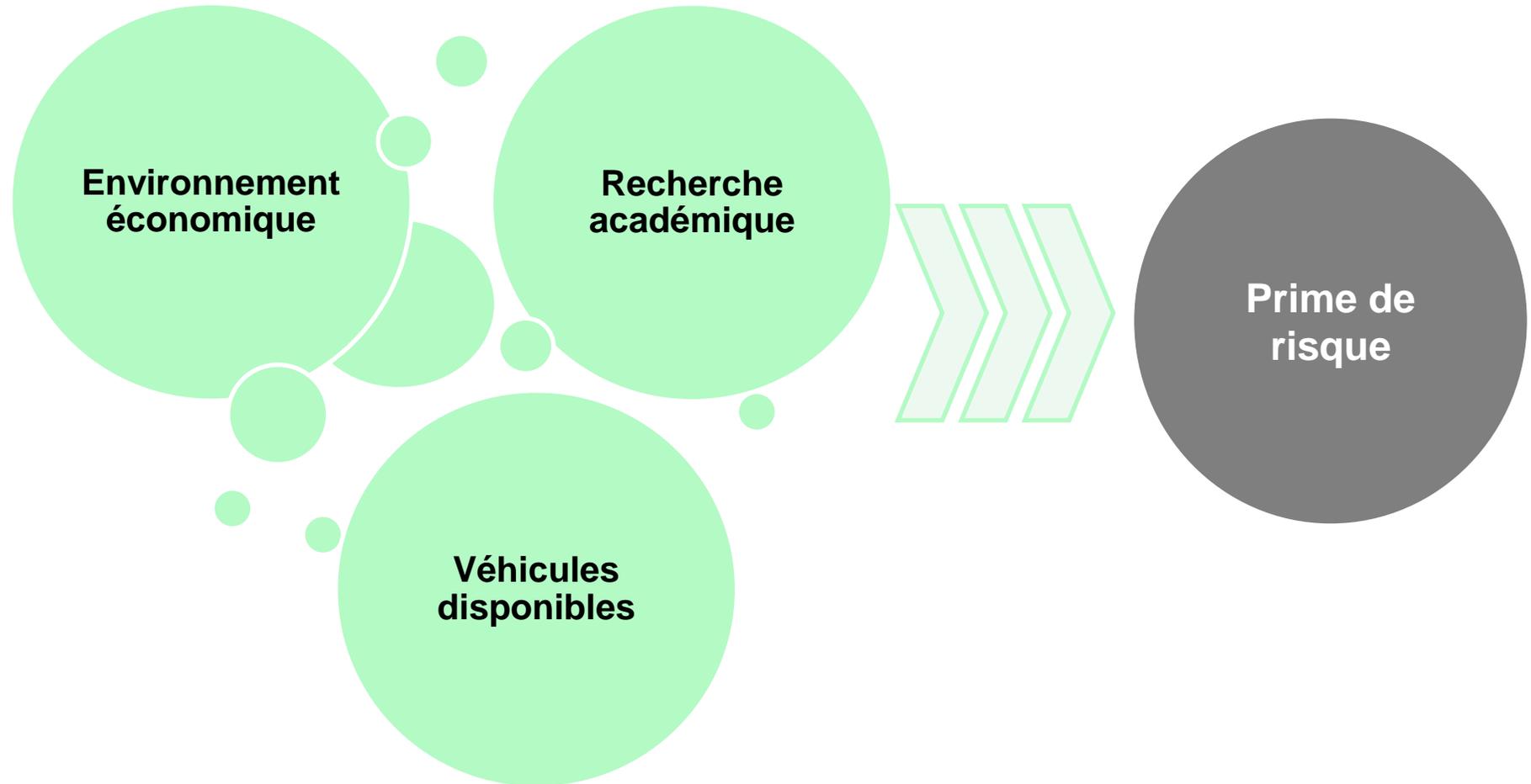
4 Les autres classes d'actifs

5 Neutraliser l'effet de marché

6 Les défis de l'approche

Les primes de risque: pourquoi maintenant ?

Une convergence d'éléments



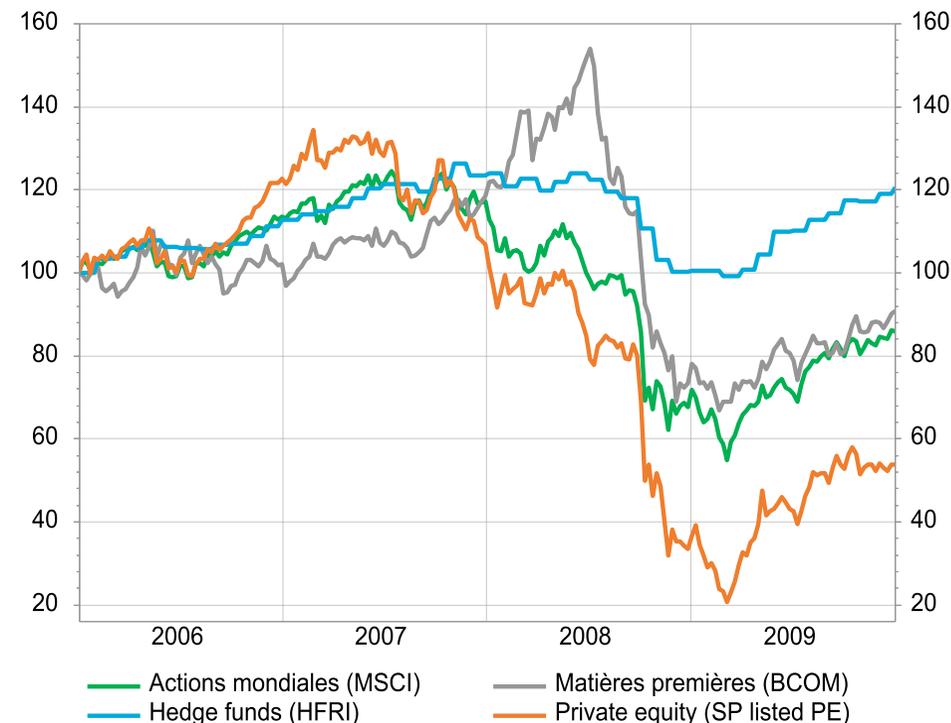
Les primes de risque: pourquoi maintenant ?

La recherche infinie d'alternatives

Peu d'espoir sur les obligations et les actions



La déception des alternative précédentes



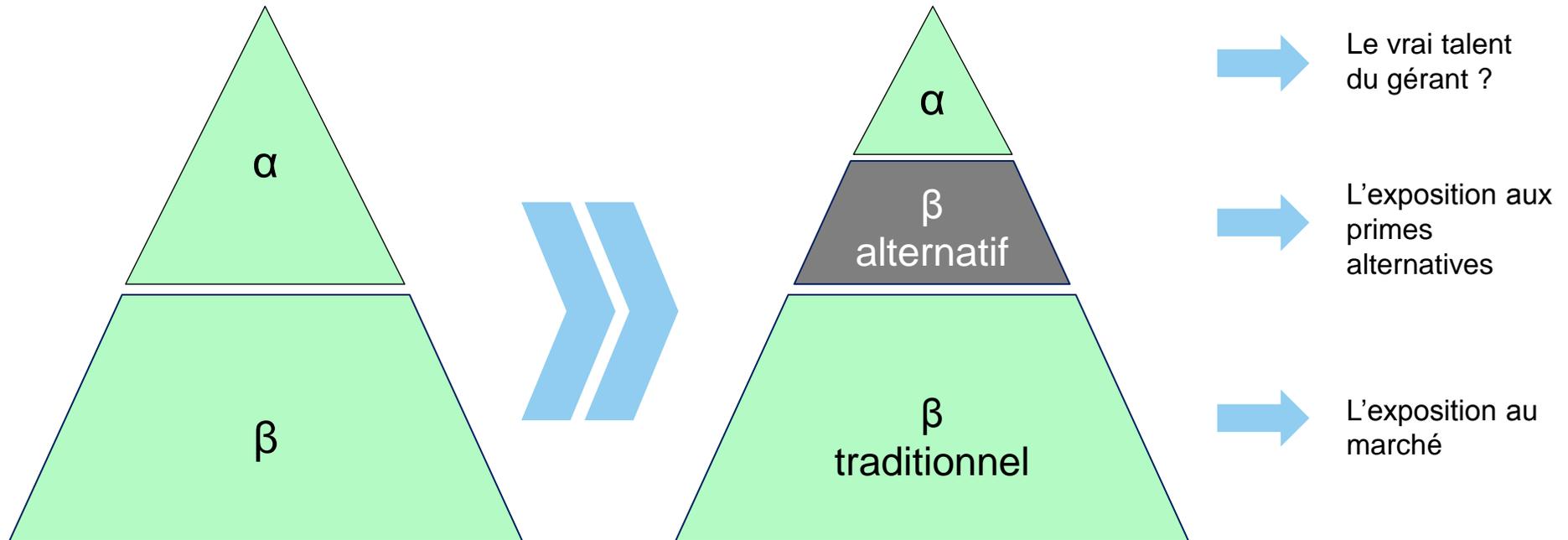
- Les politiques monétaires ultra-accommodantes de ces dernières années ont conduit à des niveaux de valorisation très élevés dans toutes les classes d'actifs traditionnelles.
- La crise de 2008 a démontré les limites des classes d'actifs alternatives et leur corrélation cachée vis-à-vis des actifs risqués.

De quoi s'agit-il ?

La théorie nous aide à mieux comprendre la performance

$$E(R_i) = \alpha + \beta_{i,M}E(R_M) + \beta_{i,1}E(R_1) + \beta_{i,2}E(R_2) + \dots + \varepsilon_i$$

$\underbrace{\hspace{1.5cm}}$ Rendement attendu
 $\underbrace{\hspace{1.5cm}}$ β traditionnel
 $\underbrace{\hspace{3.5cm}}$ β alternatif



De quoi s'agit-il ?

Quelques définitions

- Une prime de risque est une **source de rendement** pouvant être extraite sur un marché, afin de dégager une performance positive à long terme.

- Les sources de rendement considérées sont dites **alternatives**, car elles excluent les primes de risque habituelles (croissance pour les actions, inflation pour les obligations, etc.).

- Ces sources de rendement peuvent provenir de différents phénomènes, notamment:
 - **l'aversion au risque** des investisseurs
 - les **contraintes** pouvant impacter le comportement de certains investisseurs
 - la présence de **biais comportementaux** sur les marchés

De quoi s'agit-il ?

Comment faire le tri dans tous les facteurs de risque ?

- └ Les caractéristiques principales des primes de risque sont les suivantes:
 - **Intuition:** existence d'un rationnel économique, pouvant être expliqué de manière simple.
 - **Persistance:** évidence de performance à long-terme, que ce soit «in-sample» ou «out-of-the sample».
 - **Exhaustivité:** existence sur plusieurs marchés et classes d'actifs.
 - **Reproductibilité:** possibilité d'extraire la prime de manière systématique et à travers des instruments liquides.

Les primes sur les marchés actions

Typologie

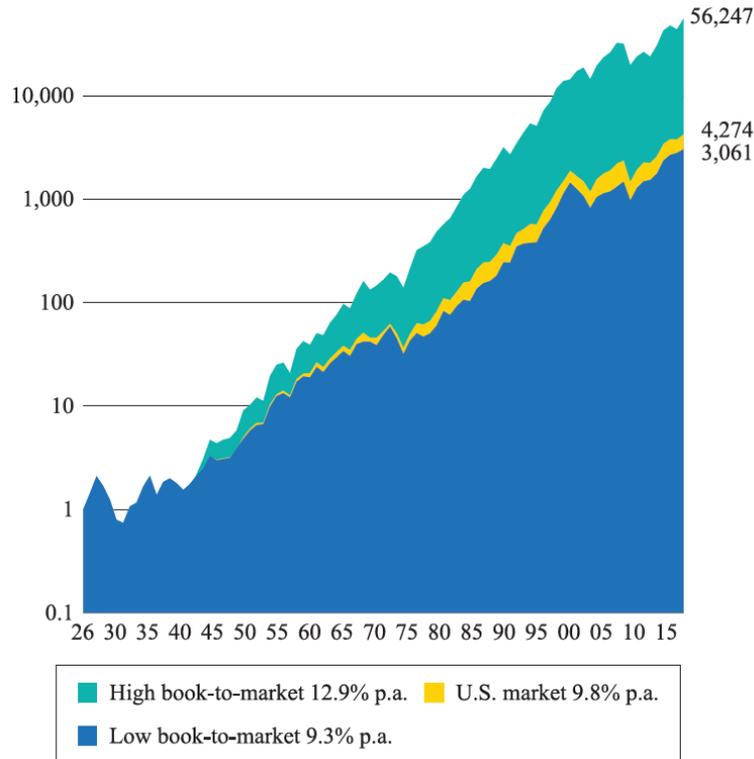
$$E(R_i) = \alpha + \beta_{i,M}E(R_M) + \beta_{i,1}E(R_1) + \beta_{i,2}E(R_2) + \dots + \varepsilon_i$$

	Actions	Obligations	Devises	Matières premières
Marché / Beta				
Value				
Momentum				
Taille				
Défensif				
Carry				

Les primes sur les marchés actions

«Value»: privilégier les titres bon marché

Une perspective de long-terme (Etats-Unis)



En Suisse également



- **Intuition:**

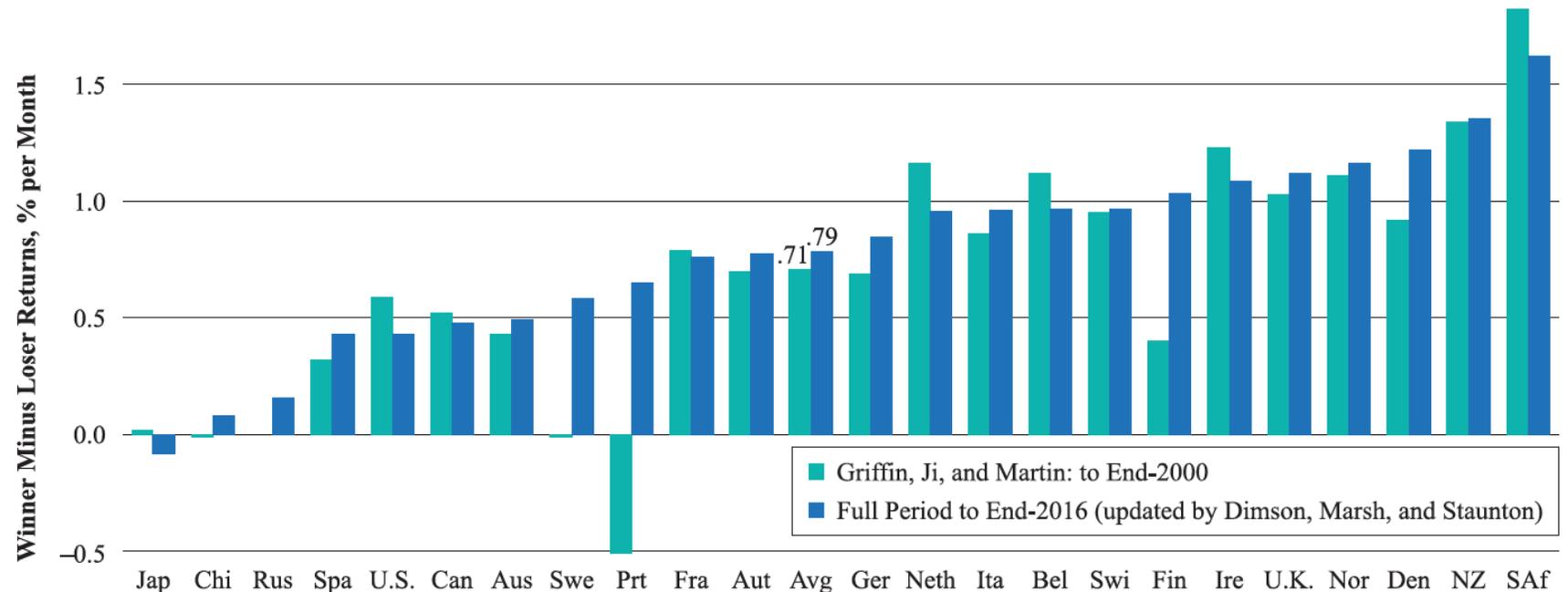
- Prime de risque: un titre peut être bon marché pour de bonnes raisons. La société peut être dans une situation difficile ou avoir des perspectives bénéficiaires peu attractives.
- Comportemental: les investisseurs accordent plus d'importance aux nouvelles récentes et perdent de vue la perspective de long terme.

- **Difficulté:** quelle mesure de valorisation choisir ?

Les primes sur les marchés actions

«Momentum»: privilégier les gagnants

Un phénomène généralisé sur tous les marchés et dans la durée (1975-2016)



- **Intuition:**

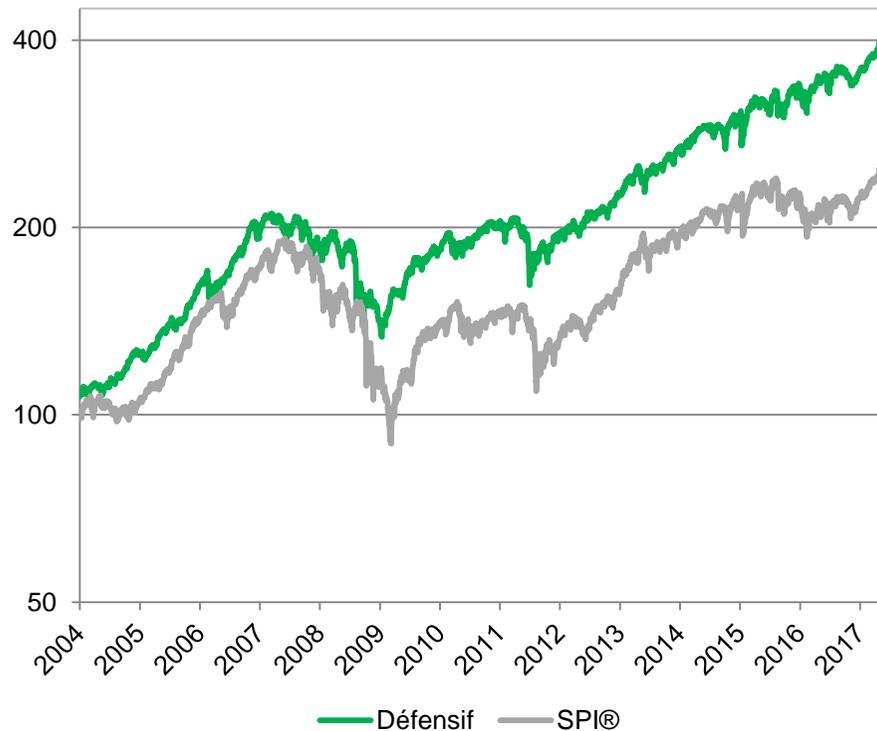
- Comportemental: l'information est intégrée dans les prix de manière graduelle. Les investisseurs intègrent également les informations de manière sélective.

- **Difficulté:** le critère est particulièrement adapté aux périodes dans lesquels les tendances sont claires. Les marchés latéraux sont peu propices à ce type de prime

Les primes sur les marchés actions

«Défensif»: l'avantage des titres peu risqués

Une faible volatilité ne signifie pas toujours un rendement plus faible, au contraire ...

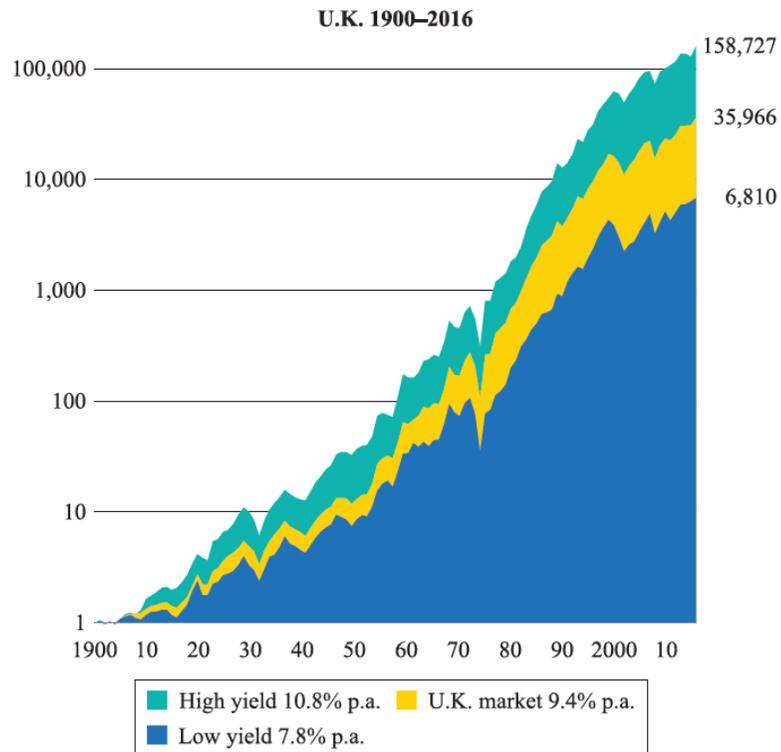


- **Intuition:**
 - inefficience: les investisseurs qui ne peuvent pas pratiquer de l'effet de levier se positionnent de préférence sur les actifs risqués;
 - le risque peut être mesuré par le «beta» ou la volatilité du titre;
 - les titres peu risqués étant moins favorisés, leur prix est bas, ce qui permet à l'investisseur de long terme de profiter d'un rendement ajusté au risque supérieur.
- **Difficulté:** dans un marché fortement haussier, le critère sera temporairement moins favorable.

Les primes sur les marchés actions

«Carry»: le rendement aux dividendes

Une combinaison de titres défensifs et bon marché



- **Intuition:**
 - similaire à la prime «value», le rendement au dividende est une des mesures qui peut être utilisée pour valoriser un titre;
 - prime de risque: similaire à la prime «défensif», car les sociétés qui paient beaucoup de dividendes sont très présentes dans les secteurs défensifs;
- **Difficulté:** les titres à haut dividende peuvent être très sensibles à une hausse des taux. C'est d'ailleurs ce qui les a rendu attractifs ces dernières années.

Les primes sur les marchés actions

Et si on combinait le tout ? Un exemple

$$E(R_i) = \alpha + \beta_{i,M}E(R_M) + \beta_{i,1}E(R_1) + \beta_{i,2}E(R_2) + \dots + \varepsilon_i$$

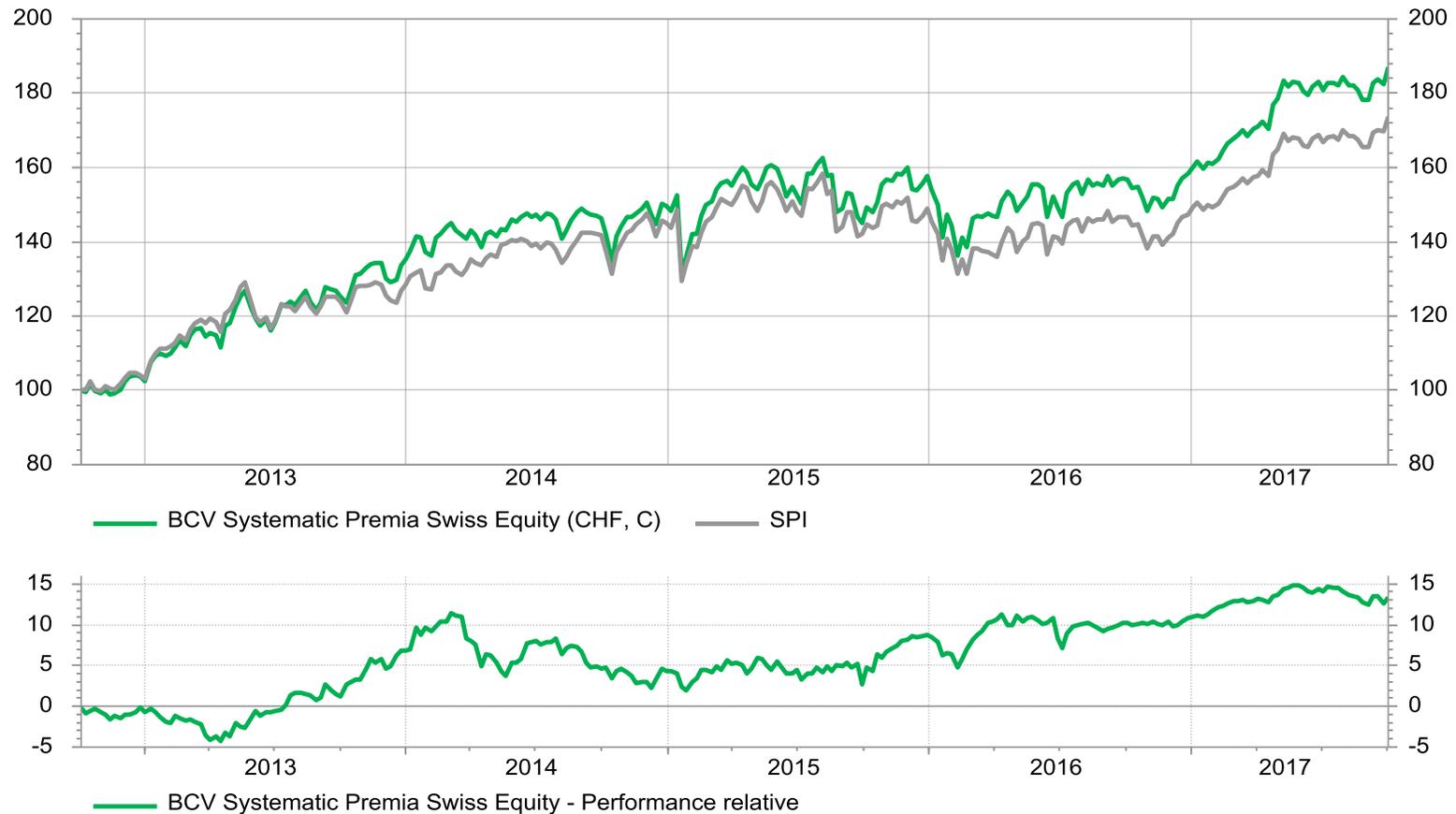
	Actions	Obligations	Devises	Matières premières
Marché / Beta				
Value				
Momentum				
Taille				
Défensif				
Carry				

- Même si la performance à long-terme est positive, chaque prime connaît toujours des périodes plus difficiles.
- Les primes peuvent être utilisées individuellement, mais sont plus puissantes lorsqu'elles sont combinées.

Les primes sur les marchés actions

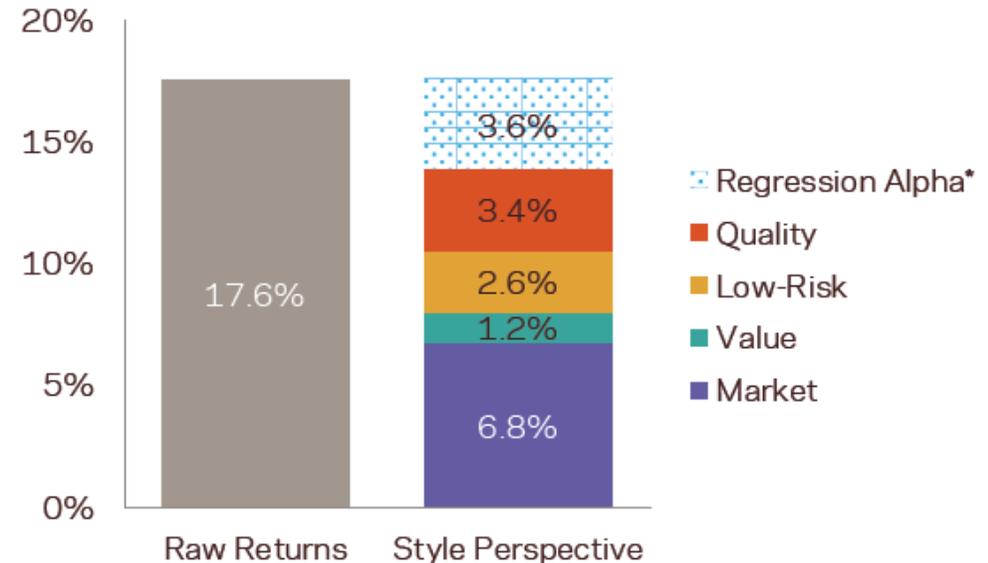
Et si on combinait le tout ? Un exemple

Les primes de risque exploitées sur le marché suisse



Warren Buffett: les primes de risque actions en format discrétionnaire

- Dans son approche désormais légendaire, Warren Buffett applique une bonne partie de la logique des primes de risque:
 - Titres bon marché
 - Equivalent de la prime «value»
 - Titres peu risqués
 - Equivalent de la prime «défensif»
 - Titres de bonne qualité
 - Equivalent de la prime «qualité»
- Les facteurs «marché», «value», «défensif» et «qualité», expliquent une grande partie de la performance de long terme.
- Le talent est certes toujours là, mais n'explique pas tout.
- Le vrai talent est sans doutes dans l'application très tôt du principe et de manière constante sur le long terme.



Les primes sur les autres classes d'actifs

Les principes

$$E(R_i) = \alpha + \beta_{i,M}E(R_M) + \beta_{i,1}E(R_1) + \beta_{i,2}E(R_2) + \dots + \varepsilon_i$$

	Actions	Obligations	Devises	Matières premières
Marché / Beta				
Value				
Momentum				
Taille				
Défensif				
Carry				

- Les mêmes principes peuvent être appliqués, avec certaines particularités, sur l'ensemble des classes d'actifs.
- La combinaison de différentes classes d'actifs va permettre de renforcer encore la diversification.

Les primes sur les autres classes d'actifs

Quelques exemples

Devises «Carry»

- privilégier les devises dont le rendement est élevé;
- tri en fonction du niveau des taux d'intérêt payés sur chaque devise;
- des positions acheteuses sont prises sur les devises qui paient des taux d'intérêt élevés;
- compensées par des positions vendeuses sur les devises où les taux d'intérêt sont les plus bas.

Devises: classement par niveau de taux d'intérêt

Devise	Taux d'intérêt à 3 mois
AUD	2.5%
NZD	2.2%
NOK	1.4%
USD	1.2%
GBP	0.5%
JPY	-0.1%
EUR	-0.2%
CHF	-0.7%

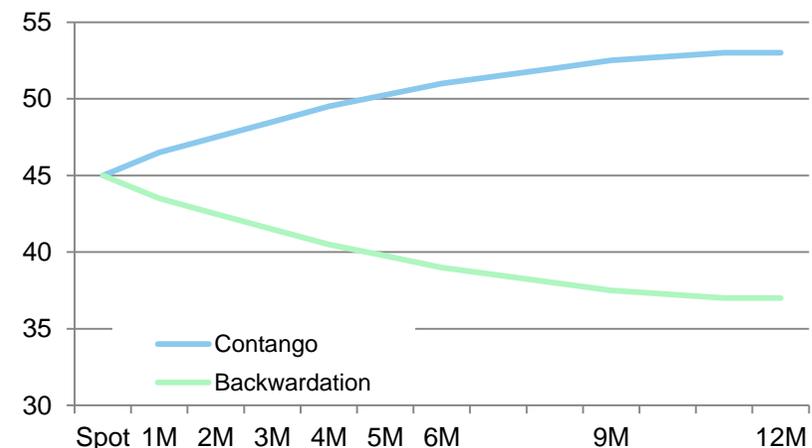
Positions acheteuses (AUD, NZD, NOK, USD, GBP)

Positions vendeuses (JPY, EUR, CHF)

Matières premières «Value»

- privilégier les matières premières qui sont bon marché;
- le niveau de valorisation est estimé par la pente de la courbe des prix des contrats à terme;
- une matière première est dite en «backwardation» lorsque les prix des contrats éloignés sont plus bas que ceux des échéances proches;
- une situation de ce type se produit généralement lorsque les inventaires sont faibles et donc la matière première bon marché;
- la situation inverse est appelé «contango»

«Contango» et «Backwardation»



Les primes sur les autres classes d'actifs

Quelques exemples

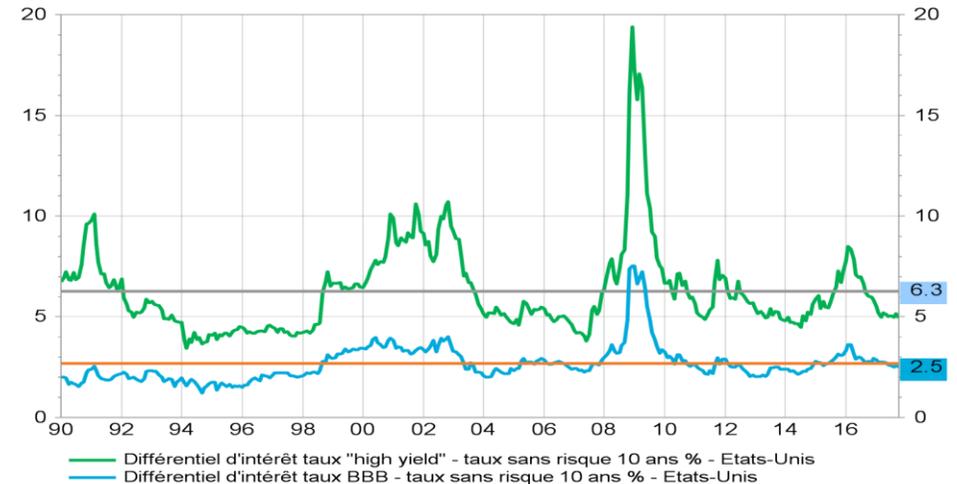
Obligations «Carry»

- prime de risque: les obligations de rating «High Yield» offrent des rendements supérieurs pour compenser l'investisseur du risque plus élevé;
- inefficience: les investisseurs institutionnels sont souvent obligés de détenir des obligations de bonne qualité. La détérioration du rating provoque une baisse trop importante des prix.

Matières premières «Momentum»

- comportemental: idem que pour les actions. Le phénomène d'exagération à la hausse ou à la baisse peut être très prononcé sur les matières premières.

Différentiels d'intérêt



L'effet momentum: or vs. pétrole



Les primes sur les autres classes d'actifs

Et si on combinait le tout ? Un exemple, les matières premières

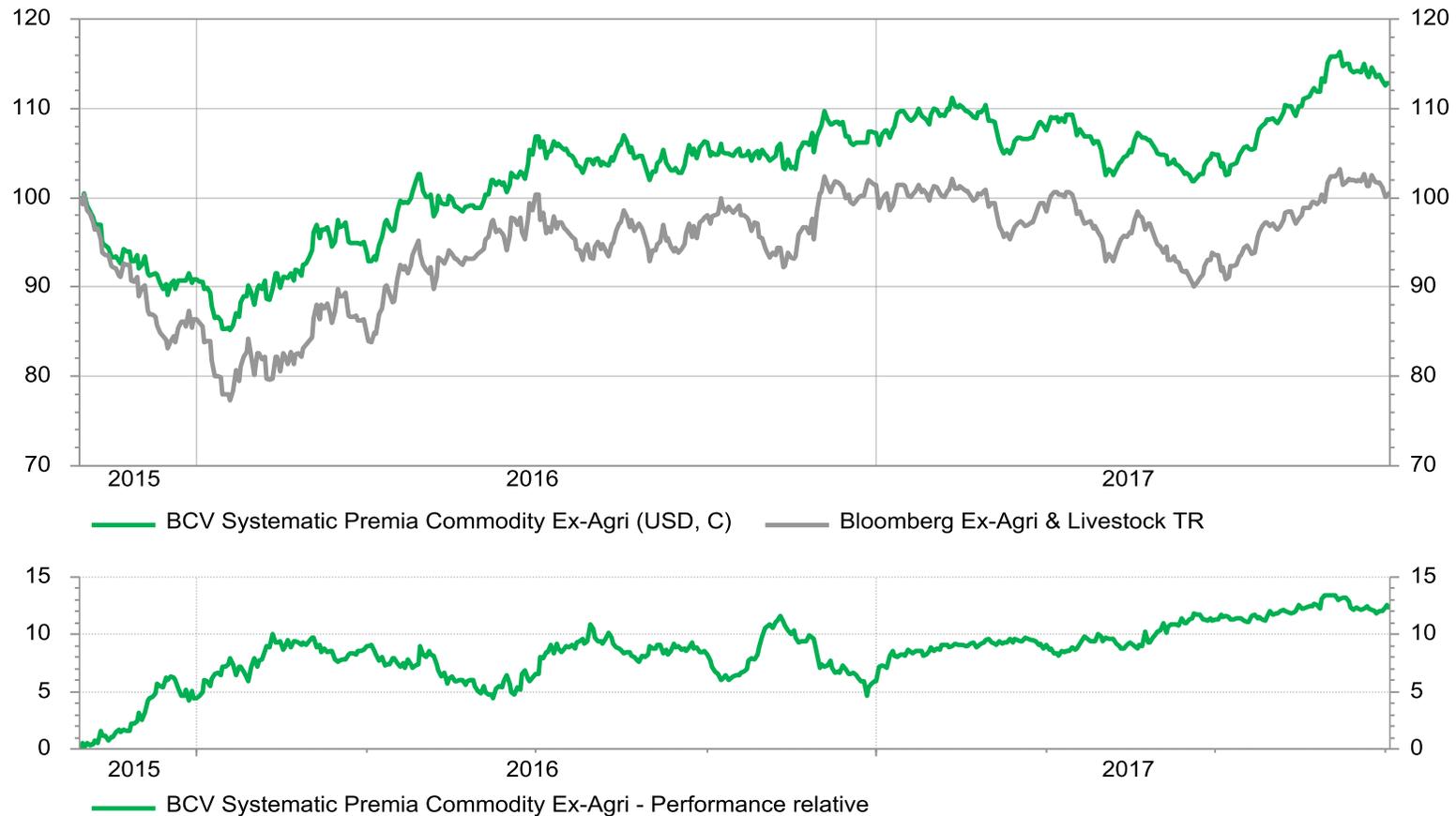
$$E(R_i) = \alpha + \beta_{i,M}E(R_M) + \beta_{i,1}E(R_1) + \beta_{i,2}E(R_2) + \dots + \varepsilon_i$$

	Actions	Obligations	Devises	Matières premières
Marché / Beta				
Value				
Momentum				
Taille				
Défensif				
Carry				

Les primes sur les autres classes d'actifs

Et si on combinait le tout ? Un exemple, les matières premières

Les primes de risque exploitées sur le marché des matières premières non agricoles



Neutraliser l'effet de marché

Les principes

$$E(R_i) = \alpha + \underbrace{\beta_{i,M}E(R_M)}_{\text{Neutralisé}} + \beta_{i,1}E(R_1) + \beta_{i,2}E(R_2) + \dots + \varepsilon_i$$

	Actions	Obligations	Devises	Matières premières
Marché / Beta				
Value				
Momentum				
Taille				
Défensif				
Carry				

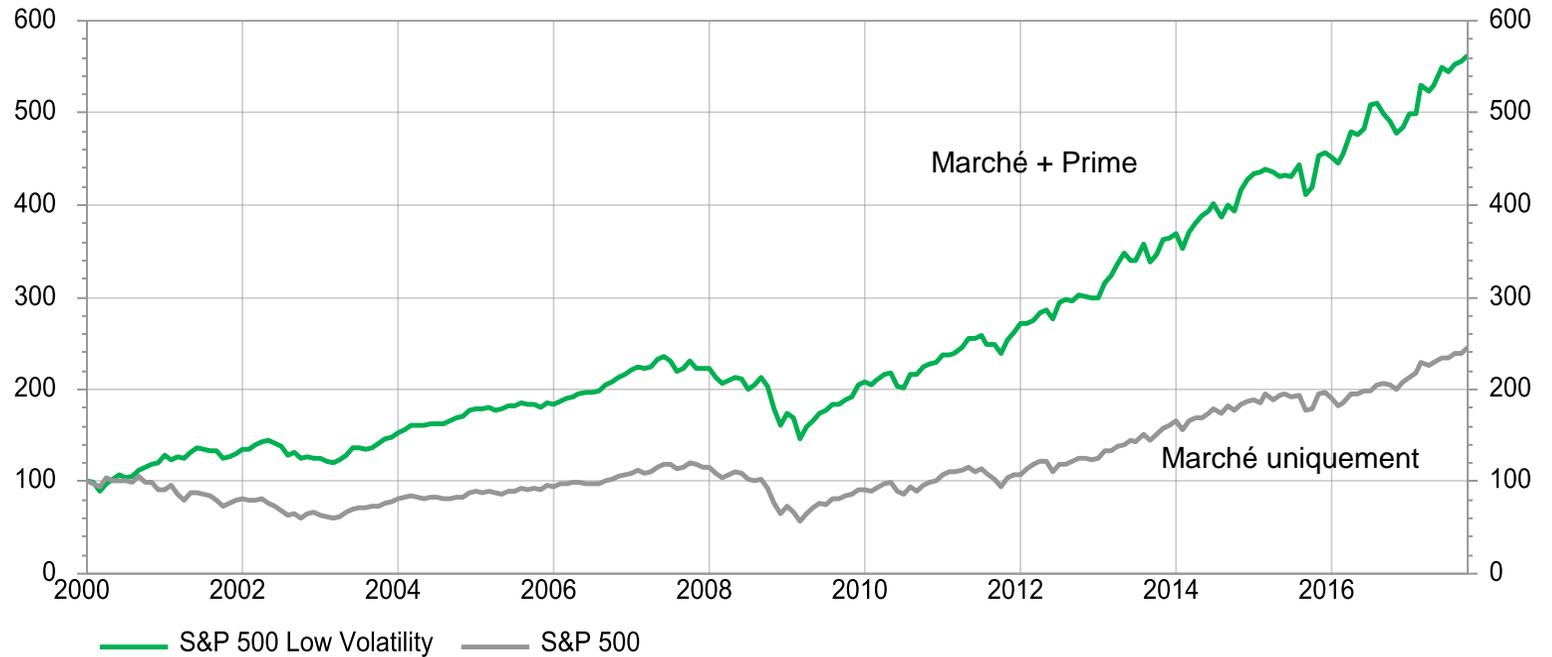
Sources de rendement indépendantes du marché

- En version «long-short», les stratégies ne captent que la prime de risque spécifique, sans effet de marché.
- La combinaison de différentes classes d'actifs va également permettre de renforcer encore la diversification.

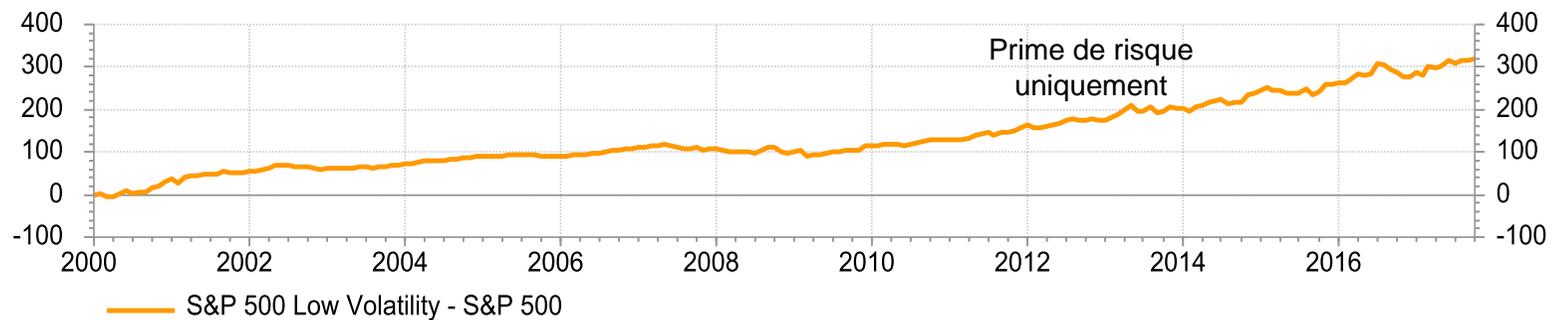
Neutraliser l'effet de marché

L'approche «long-short» sur les actions

Approche
«long-
only»

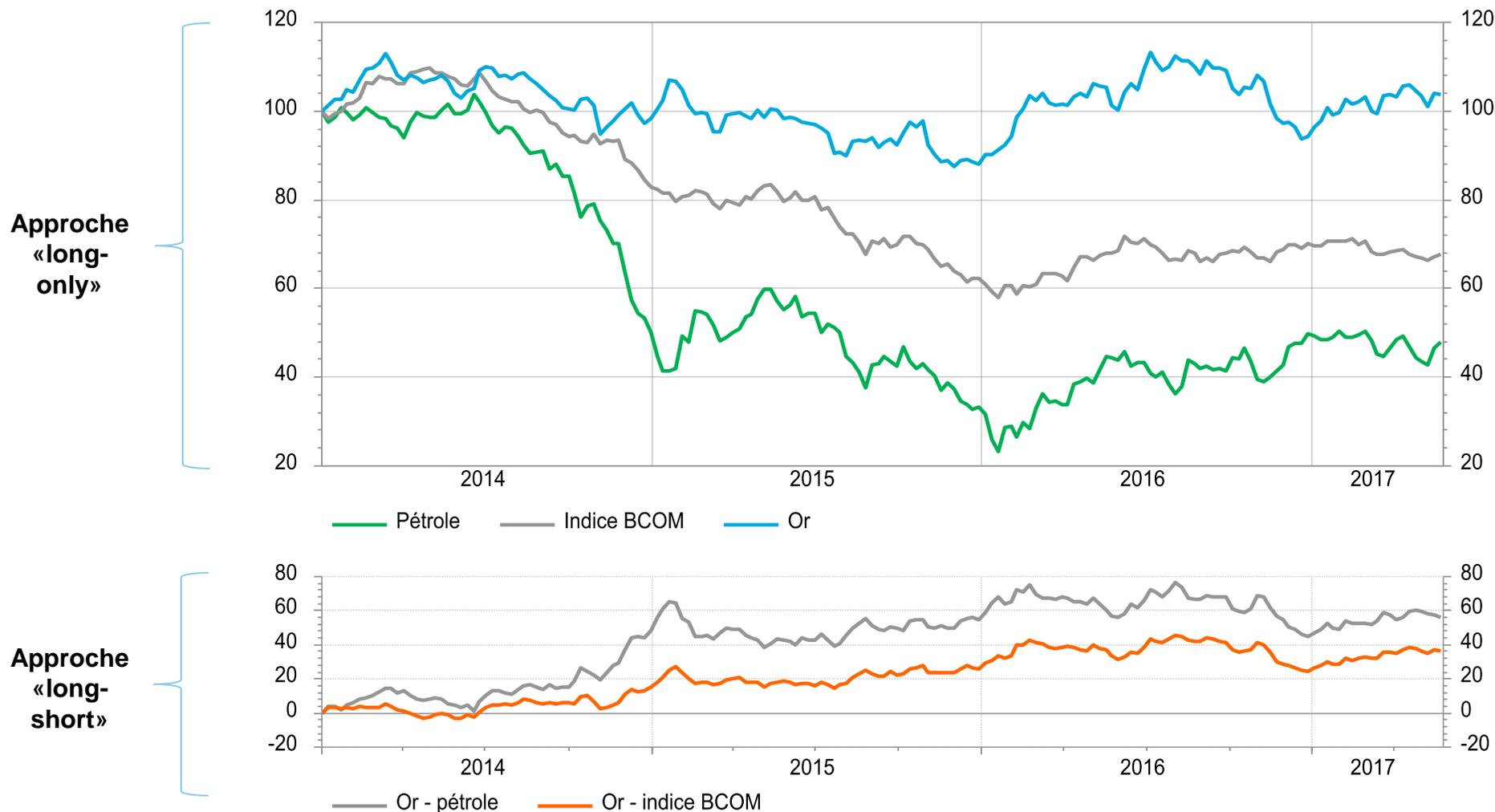


Approche
«long-
short»



Neutraliser l'effet de marché

L'approche «long-short» sur les matières premières



Neutraliser l'effet de marché

Comment profiter pleinement de la diversification ? Un exemple

$$E(R_i) = \alpha + \underbrace{\beta_{i,M}E(R_M)}_{\text{Neutralisé}} + \beta_{i,1}E(R_1) + \beta_{i,2}E(R_2) + \dots + \varepsilon_i$$

	Actions	Obligations	Devises	Matières premières
Marché / Beta				
Value				
Momentum				
Taille				
Défensif				
Carry				

Sources de rendement indépendantes du marché

Neutraliser l'effet de marché

Comment profiter pleinement de la diversification ? Un exemple

Des profils différents

- Les profils rendement / risque sont potentiellement très différents
- Si la performance à long terme est positive, les rendements ajustés au risque ne sont individuellement pas toujours spectaculaires.

	Rendement annualisé	Volatilité	Ratio de Sharpe	Perte maximale
Actions - Défensif	6.4%	8.7%	0.74	-27.8%
Obligations - Carry	0.6%	3.5%	0.17	-13.0%
Devises - Value	3.3%	6.6%	0.51	-17.1%
Matières premières - Momentum	2.2%	7.7%	0.28	-20.2%
Portefeuille global	3.3%	3.4%	0.98	-9.8%
Marché actions (SMI)	3.5%	14.7%	0.24	-51.7%

Une sensibilité au marché réduite

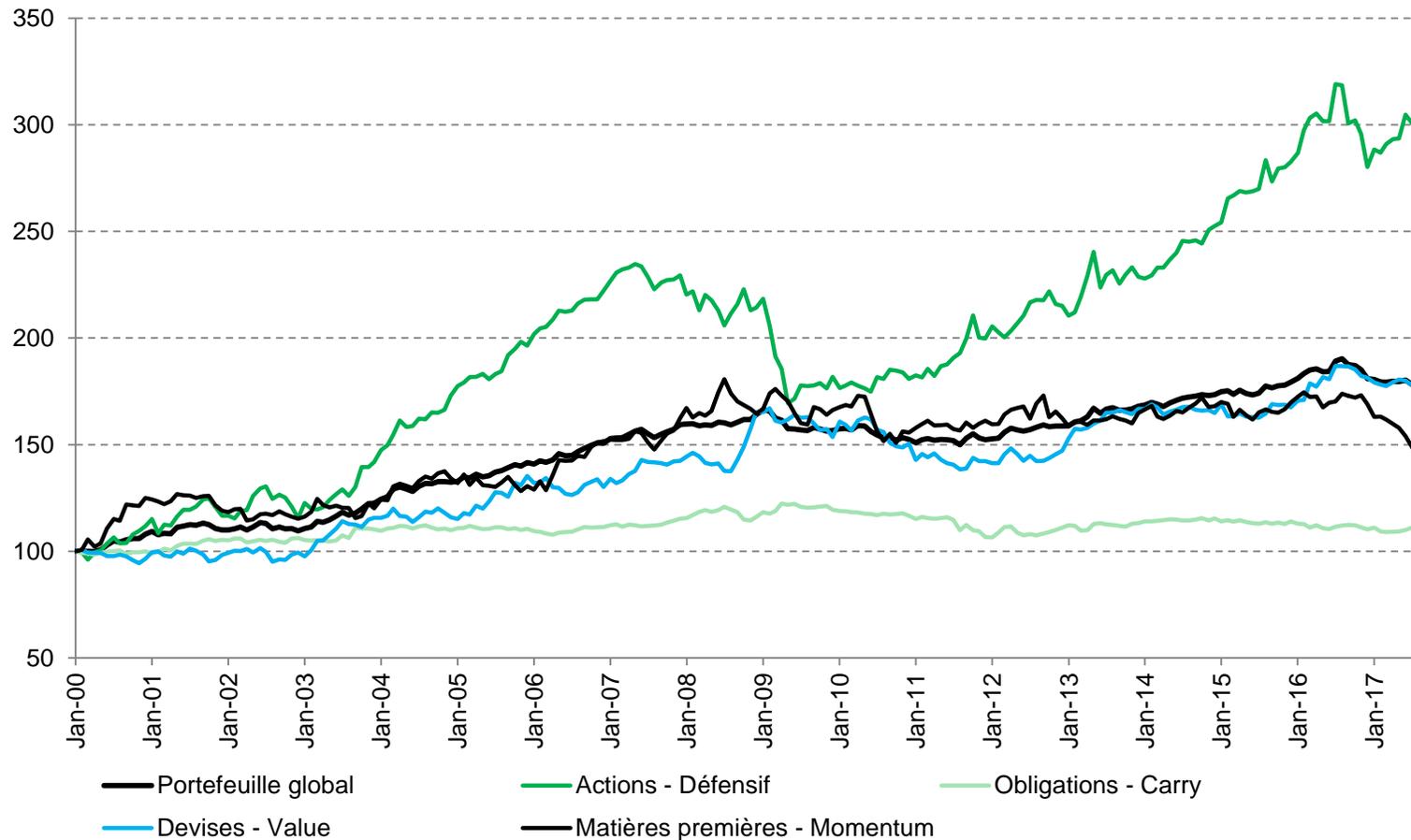
- La neutralisation de l'effet de marché permet de limiter considérablement les corrélations entre les primes de risque.
- Les différences de primes et de classes d'actifs permettent une diversification optimale.

	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
Actions - Défensif (a)	100%				
Obligations - Carry (b)	-2.9%	100%			
Devises - Value (c)	-9.9%	4.5%	100%		
Matières premières - Momentum (d)	-2.6%	4.9%	0.6%	100%	
Marché actions (SMI) (e)	11.9%	9.3%	17.0%	-8.0%	100%

Neutraliser l'effet de marché

Comment profiter pleinement de la diversification ?

Un exemple



- La **complexité**.
 - Garder un bon équilibre entre la sophistication de la construction et les bénéfices attendus.

- La **technologie** pour maîtriser la complexité.
 - Réduire un maximum le risque opérationnel des portefeuilles.
 - Identifier les risques explicites et implicites du portefeuille.

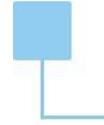
- Garantir une **transparence** totale sur le portefeuille.
 - Avoir conscience des expositions du portefeuille.
 - Gérer efficacement l'ensemble des frais.

- Les versions les plus sophistiquées de l'approche tombent dans le domaine de la **gestion alternative**.
 - Utilisation à bon escient de l'effet de levier.

- Des attentes réalistes sur les **rendements attendus**.
 - Par définition le rendement total est égal au taux sans risque plus le rendement de la stratégie.
 - Les primes de risque n'échappent pas à la faiblesse généralisée des rendements due aux politiques monétaires ultra accommodantes.



Fabio Alessandrini



 **021 212 31 57**

Banque Cantonale Vaudoise
Asset Management

CP 300

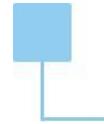
1001 Lausanne

fabio.alessandrini@bcv.ch

www.bcv.ch/invest



Frédéric Gardet



 **021 212 23 70**

Banque Cantonale Vaudoise
Asset Management

CP 300

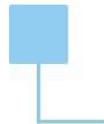
1001 Lausanne

frederic.gardet@bcv.ch

www.bcv.ch/invest



Urs Ziegler



 **021 212 20 51**

Banque Cantonale Vaudoise
Asset Management

CP 300

1001 Lausanne

urs.ziegler@bcv.ch

www.bcv.ch/invest