

FINANCE lundi 06 juin 2011

Comment les caisses de pension peuvent elles aussi profiter de la volatilité des marchés financiers

Bruno Maumené*



> Plutôt que de se concentrer sur une allocation d'actifs de type stratégique, les institutions de prévoyance devraient privilégier une allocation à géométrie variable, modulée pour réguler la volatilité du portefeuille

Un marché financier est par essence dynamique. L'absence de concertation entre acteurs, comme la diversité des motivations ont pour conséquence une évolution chaotique, caractérisée par des allers et retours incessants et des phases de ruptures brusques que redoutent les investisseurs. Paradoxalement, la marche erratique des marchés est le signe de leur relative bonne santé. Sans les signaux que sont les variations de prix enregistrées sur les marchés boursiers, il serait par exemple encore plus difficile de distinguer les sociétés aux technologies innovantes de celles dont l'activité repose essentiellement sur l'exploitation d'une rente de situation. Les mécanismes implicites à la «destruction créatrice» ne pourraient plus opérer et l'allocation des ressources manquerait singulièrement d'efficacité.

Cette dynamique interne des marchés est mesurée par la volatilité. Elle est faible lorsque les cours de bourse fluctuent peu et forte lorsque l'amplitude des fluctuations augmente. Il est intéressant de mettre en opposition deux points de vue distincts sur la progression d'un marché financier: celui de l'évolution des cours et celui du contexte plus ou moins volatil, ou agité, dans lequel se fait cette évolution. Les deux courbes du graphique ci-contre illustrent les deux points de vue dans le cas spécifique du marché suisse des actions. La courbe inférieure est familière et retrace l'histoire quotidienne d'une remarquable ascension, ponctuée à son terme par deux phases de déclin significatives. La courbe supérieure est généralement ignorée; elle illustre les taux de variation

quotidiens enregistrés sur ce même marché. Jour après jour, on mesure, en termes relatifs, les variations de l'indice représentatif du marché considéré. Cela permet d'appréhender si la volatilité est faible ou forte. En période de faible volatilité, la quasi-totalité des variations quotidiennes demeure inférieure à 2% en valeur absolue. Durant les phases d'agitation ou de volatilité extrême, il n'est pas rare d'enregistrer des mouvements dont l'amplitude est double, voire triple, tant dans le positif que dans le négatif.

On remarque que les phases de turbulence – où l'amplitude atteint son extension maximale – coïncident assez précisément avec un recul du marché. Toutefois, aux régimes d'agitation anormalement élevée ou anormalement basse, finissent par succéder des phases plus mesurées. Les grappes d'intense volatilité font place aux grappes de volatilité réduite, sans que ni les unes ni les autres n'augurent pourtant de changement de régime permanent. Les caractéristiques visuelles de la courbe supérieure sont riches d'enseignements. Le plus notable est que l'environnement dans lequel opèrent les acteurs financiers varie fortement au cours du temps. Non seulement il est incertain, mais l'ampleur de cette incertitude est sujette à de fortes variations. Toutefois, le constat que la démesure comme la modération, une fois instaurées, tendent à s'auto-perpétuer, permet de conclure à une certaine forme de prédictibilité. En effet, si la volatilité mesurée aujourd'hui est pertinente pour juger de ce qu'elle sera demain, on met le doigt sur la possibilité d'en modéliser l'évolution.

Une conséquence également importante du caractère variable de la volatilité (la volatilité est elle-même volatile) est que la prime associée à la détention d'actifs risqués varie elle-même au cours du temps. Si, en outre, les périodes de turbulence coïncident majoritairement avec celles durant lesquelles les actifs se déprécient, la prise de risque est alors rémunérée négativement. En supposant qu'un investisseur conserve au cours du temps un niveau constant d'aversion au risque et qu'il détienne toujours la même allocation d'actifs risqués, on peut raisonnablement prédire qu'il va être amené à dépenser, tantôt par excès, tantôt par défaut, le budget de risque qu'il s'est alloué.

Etant donné la relation positive censée exister entre rémunération et risque, une augmentation de la volatilité devrait, en situation d'équilibre, automatiquement se traduire par une augmentation de la rémunération espérée.

Malheureusement, la superposition de nos deux courbes semble suggérer à la fois une situation de déséquilibre permanent et une relation non linéaire entre risque et rémunération.

La capacité à identifier un risque, et a fortiori à le modéliser, ne présente d'intérêt que dans la mesure où il est possible de s'y soustraire. Pour autant qu'il soit réel, le pouvoir prédictif associé à une modélisation de la volatilité doit conduire à éviter de s'exposer dans les mêmes proportions à des facteurs de risques identiques, quel que soit l'environnement. Or, les allocations dites stratégiques, généralement définies dans le cadre d'une analyse de congruence entre actifs et passifs, favorisent une approche rigoureusement inverse dans la mesure où les pondérations de chacune des classes d'actifs principales sont fixées indépendamment de tout contexte spécifique. Ces stratégies s'accompagnent en outre de mesures de rebalancement quasi systématiques. Elles permettent de retrouver les proportions initialement fixées, et de

circonscire ainsi les déviations qui résultent des écarts de performances entre actifs distincts. En effet, si les actions progressent par exemple de 10%, alors que dans le même laps de temps les obligations connaissent une performance nulle, cela entraîne naturellement une surpondération des premières au détriment des secondes. Pour rétablir l'équilibre initial, il suffit de vendre des actions et d'utiliser le produit de la vente pour racheter des obligations.

Procéder systématiquement de la sorte, c'est ne pas vouloir considérer que la volatilité, c'est de l'information. Cette information doit nous aider à nous orienter dans un monde dynamique que nie implicitement le statisme de l'allocation stratégique. La condition pour y parvenir consiste à casser le carcan rigide d'une telle approche pour y substituer celui d'une allocation à géométrie fortement variable, modulée pour réguler la volatilité d'un portefeuille et la rendre compatible au cours du temps avec un budget de risque préétabli.

* Fundo SA, Lausanne, maumene@fundo.ch