



Nouveaux risques, nouvelles opportunités

Compte rendu de l'Université d'été de l'Asset Management 2017

Par Raphaël BONTE

Pour sa quatrième édition, l'Université d'été de l'Asset Management (UeAM) s'est attachée à débattre des risques rencontrés par les sociétés de gestion aujourd'hui et à proposer des solutions concrètes pour y faire face. C'est donc autour du thème « Nouveaux risques, nouvelles opportunités » que s'est tenue le 31 août 2017 cette UeAM qui devient de plus en plus un événement incontournable pour les gérants d'actifs comme l'a souligné Elyès Jouini, vice-président de l'Université Paris-Dauphine et directeur de la House of Finance. ■

Différence entre Risque et Incertitude

L'économiste Franck Knight propose en 1921 une définition du risque et de l'incertitude. Selon cette définition le risque correspond à une situation dans laquelle il est possible d'établir des scénarios probabilisables. *A contrario* l'incertitude est le reflet d'une situation où l'on est dans l'incapacité d'affecter une probabilité aux différents scénarios possibles. Cette définition propose aussi de distinguer l'incertitude de l'incertitude radicale qui représente une situation où les différents scénarios



possibles ne sont pas connus. Après le rappel de cette définition, Elyès Jouini est revenu sur la façon dont l'homme est confronté à l'incertitude, en s'appuyant sur d'illustres philosophes et mathématiciens, à commencer par Pascal et ses Pensées (1670). En cherchant à établir par un raisonnement mathématique s'il faut croire ou non en Dieu, Pascal introduit le concept d'espérance mathématique. En effet, le coût que représente l'offrande de sa vie à Dieu est à comparer à l'espérance de gain d'une infinité de vies, la vie éternelle. Elyès Jouini est venu

compléter cette notion d'espérance mathématique avec celle d'espérance d'utilité développée en 1738 par Bernoulli dans sa résolution du paradoxe de Saint Pétersbourg. L'utilité étant une fonction de type logarithmique et donc sujette à un accroissement marginal de plus en plus faible, cela introduit, sans la nommer explicitement, la notion d'aversion au risque, notion bien connue des gérants d'actifs car

constituante majeure des attentes de leurs clients. En complétant cela par la notion de probabilité objective et subjective de Savage ainsi que par le paradoxe d'Allais et le paradoxe d'Ellsberg, Elyès Jouini met l'accent sur la présence d'une distorsion des probabilités par les individus. De cette distorsion résulte une surpondération des événements extrêmes au détriment des événements intermédiaires. ■

Montée des risques, imprévisibilité : Mythe ou réalité ?

Après avoir souligné son pessimisme quant à la situation géopolitique actuelle, Jean-Louis Bruguière, ancien juge antiterroriste, a relevé l'absence de volonté sans précédent de ne pas analyser la situation actuelle de la part des hommes politiques. Son constat est quelque peu alarmant, nous sommes passés d'une situation où la radicalisation était un phénomène conjoncturel à un problème qui devient systémique. Jean-Louis Bruguière exprime avec conviction que les récents événements et la montée en puissance de Daesh ne représentent pas une rupture par rapport au terrorisme des années 80 avec Al-Qaïda, mais qu'il s'agit au contraire d'un continuum. Continuum cependant sujet à une forte accélération et au développement d'un terrorisme que l'on pourrait qualifier de *low cost*. Selon lui, la radicalisation est un phénomène qui survivra à Daesh car il s'agit désormais d'un phénomène structurel. Nous rentrons dans ce qu'on pourrait appeler une phase deux du terrorisme. Tout en élargissant son constat à la situation en Asie du Sud-Est et en Afrique comme grands sujets d'inquiétude, Jean-Louis Bruguière a exposé sa croyance selon laquelle la Chine risque fortement d'être emportée dans une violente tourmente qu'elle n'est pas disposée à affronter aujourd'hui. L'énoncé des différents risques géopolitiques a aussi été l'occasion pour cet ancien juge antiterroriste d'affirmer ses craintes sur le conflit qui oppose Donald Trump et Kim Jong-Un et la possibilité d'un dérapage qui serait lourd de conséquences. A ces risques, Jean-Louis



Bruguière a ajouté les surprises récentes que sont le Brexit, l'élection de Donald Trump ou encore la chute dans les sondages de François Fillon au profit d'Emmanuel Macron, pour souligner un décalage devenu très important entre les prévisions et les réalisations. Décalage qui résulte d'une crise de confiance généralisée de nos sociétés occidentales.

Confrontés à cette crise de confiance et à un risque géopolitique sans précédent, les marchés financiers, qui sont par nature peu résilients, sont soumis à des réactions toujours plus irrationnelles. En effet les agents économiques font aujourd'hui face à des risques dont les impacts sont devenus très difficiles à mesurer et à anticiper. A cela s'ajoute une distorsion temporelle due à des marchés financiers réagissant à court terme face à une crise sécuritaire de long terme. Jean-Louis Bruguière a donc conclu en rappelant la nécessité « dans ce monde globalisé et multifactoriel d'intégrer dans l'analyse financière des paramètres exogènes de type géopolitique ou sécuritaire ». ■

L'importance du risque pour les investisseurs

« Le risque fondamental pour l'investisseur est que son portefeuille ne lui permette pas de concourir à l'atteinte des objectifs attendus par son institution pour assurer sa mission » a rappelé en guise d'introduction Jean Eyraud, président d'honneur de l'Association française des investisseurs institutionnels (Afzi). Risque de marché, risque de liquidité, risque géopolitique, etc., beaucoup de risques peuvent incarner ce risque fondamental et il convient à chaque institution de bien identifier le sien. Ainsi le risque principal est un risque d'adossement pour Philippe Desfosses, directeur

de l'Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP), c'est-à-dire le risque de ne pas pouvoir payer les rentes à venir. Or ce risque est aujourd'hui plus présent que jamais avec la fin inévitable du *quantitative easing* et donc la normalisation des politiques monétaires. « On ne pourra pas délivrer ce qu'on aura promis » a averti le directeur de ce fonds de pension public. Pour Nazya Said, responsable gestion des valeurs mobilières chez Groupama Rhône-Alpes Auvergne, les politiques monétaires non-orthodoxes sont à l'origine d'un risque qui n'est pas rémunéré à sa juste valeur et qui peut justement amener à prendre des risques démesurés. Elle en identifie ainsi le principal comme étant la combinaison d'une mauvaise communication des banques centrales et d'une croissance



moins dynamique qu'attendue. En démontrant que les modèles d'allocation d'actifs intègrent de plus en plus d'investissements alternatifs, Romain Durand, directeur des investissements chez SHAM, a exprimé son inquiétude sur ces nouveaux modèles qui bouleversent la budgétisation des risques initialement prévus et qui poussent à appliquer des stress tests qui ne sont probablement pas les bons.

Bertrand Merveille, directeur de la gestion privée chez La Financière de l'Echiquier, a mis en exergue un risque de plus en plus présent, le risque réglementaire. En effet l'AMF exerce une pression croissante sur les sociétés de gestion et il devient difficile de rendre un service de qualité. « A force d'empiler des réglementations qui sont censées protéger les investisseurs on est entrain de leur rendre la vie difficile » a-t-il affirmé en prenant l'exemple des formulaires et questionnaires que sont en train de préparer les gérants d'actifs pour leurs clients dans le cadre de la mise en place de la réglementation MiFID II le 2 janvier prochain. A contrario, Olivier Rousseau, membre du directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), a expliqué qu'étant peu concerné par cet aspect du risque réglementaire, le principal risque pour lui demeure le risque de marché. Ce dernier étant fonction du risque géopolitique, du risque sur la croissance et des politiques monétaires des banques centrales et de leur perception par les marchés, ainsi qu'un risque spécifique, le risque de *cash-flow*. Olivier Rousseau a conclu cette intervention en rajoutant que le risque réglementaire auquel il était confronté était l'obligation de faire de l'adossement actif-passif et donc d'investir sur le marché obligataire tout en étant conscient du risque de valorisation important qu'il comporte face à une remontée des taux. ■

Les nouveaux modèles de risques pour mieux appréhender le comportement des fonds



Pour permettre d'appréhender les nouveaux risques auxquels sont confrontés les gestionnaires d'actifs, Mara Dobrescu, membre de l'équipe de recherche de Morningstar, a exposé le nouveau modèle d'analyse des risques d'un portefeuille développé par Morningstar. Un modèle de risque étant « une manière d'identifier les facteurs qui déterminent la performance d'un titre », il convient de ne retenir que des facteurs qui soient à la fois prédictifs et non redondants. Pour expliquer la variation des titres financiers

ce modèle tient compte de facteurs traditionnels comme la taille de l'entreprise ou la valeur du titre pour reprendre les facteurs mis en avant par Fama et French au début des années 90. La particularité de ce modèle proposé par Morningstar est d'ajouter aux facteurs communément utilisés la prise en considération de facteurs nouveaux, l'objectif final étant d'améliorer le mécanisme de construction des portefeuilles et de pouvoir appliquer des stress tests pour analyser le comportement de ces portefeuilles. Parmi les facteurs retenus par Morningstar on distingue, par exemple, celui du rempart concurrentiel, i.e. la capacité d'une entreprise à maintenir ses concurrents à l'écart, ou encore la présence d'une prime à l'impopularité sur certains titres. Cet outil permet donc de positionner un portefeuille d'actifs en fonction des différents risques analysés par l'outil. Un bon exemple d'utilisation consiste à se servir de ce modèle pour comparer différents portefeuilles afin de faire une sélection de fonds en fonction d'un critère identifié au préalable. Ainsi il est possible de comparer plusieurs fonds d'un même univers d'investissement en recherchant celui qui a le facteur de rempart concurrentiel le plus important. ■

Les nouvelles solutions proposées par l'Asset Management

Qu'est-ce que le risque et comment le gérer ? Cette question cruciale pour un gérant d'actifs a été l'occasion pour Pierre Hervé, responsable de la gestion chez Conviction AM, de rappeler que « Pendant des années la manière de mesurer le risque d'un portefeuille a été de regarder la volatilité l'année dernière ». Aujourd'hui on utilise des méthodes plus complexes qui servent à mettre en évidence trois éléments, l'amplitude de la chute, sa probabilité et la durée à prendre en compte pour revenir à l'équilibre si ce risque se produit. Le modèle mis en place par Conviction AM est un modèle global qui utilise la théorie de l'arbitrage pour comparer les classes d'actifs

et chercher à éliminer celles à éviter plutôt que de sélectionner les meilleures. La distribution des rendements ne suivant pas une loi Normale et les classes d'actifs étant de plus en plus corrélées, il s'agit d'un modèle qui ne fait aucune hypothèse sur la loi de distribution des rendements et sur les corrélations entre les classes d'actifs. Ce modèle propriétaire prône une approche descriptive et non pas une approche causale, i.e. extraire les variables du modèle à partir d'une observation des marchés et non pas expliquer les marchés à partir d'un certain nombre de facteurs, macro-économiques par exemple.

L'approche factorielle existe depuis des dizaines

d'années mais l'étude du facteur volatilité n'est apparue qu'après la crise des *subprimes* comme l'a rappelé Gregory Taieb, spécialiste de l'investissement quantitatif chez Robeco France. Pour Robeco, l'amélioration du couple rendement-risque du portefeuille passe aussi par une analyse factorielle et la volatilité en est un élément clef. Autre élément important, chaque facteur a une explication rationnelle, par exemple le facteur *momentum* s'explique par le comportement moutonnier des investisseurs. Il est donc possible d'appliquer au marché de crédit les facteurs qui ont été identifiés initialement sur le marché des actions. Il y a évidemment des caractéristiques différentes à prendre en compte telles que la maturité, le taux ou encore la notation. Or l'utilisation de ces différents facteurs sur plusieurs classes d'actifs permet de réduire le risque du portefeuille et de mieux le maîtriser quel que soit le comportement du marché.

Pour Arnaud Sarfati et Luc Dumontier, respectivement co-fondateur et responsable de l'investissement factoriel de La Française Global Investment Solutions, la stratégie à adopter est radicalement différente. En effet, le niveau de valorisation élevé que connaît le marché des actions aujourd'hui est un risque à prendre mais pas de n'importe quelle façon. Leur solution pour maîtriser ce risque de marché est d'avoir recours à une exposition aux actions couvertes, *i.e.* construire un portefeuille *long/short* qui soit neutre aux variations, à la hausse et à la baisse du marché des actions. L'objectif est donc de générer de la *relative value* sans être exposé à la direction suivie par le marché, cela peut se faire via des arbitrages géographiques ou sectoriels par exemple. Face à la corrélation croissante des primes de risque la solution à adopter est de diversifier au maximum en élargissant l'approche *market neutral* à toutes les classes d'actifs, *i.e.* les matières premières, les devises et la volatilité.

Comme le rappelle Tarek Issaoui, responsable de la gestion flexible chez THEAM, nous évoluons dans un monde incertain et le risque est une source d'information extrêmement utile. Afin de pouvoir affronter cette incertitude au mieux, Tarek Issaoui a exposé sa stratégie dite « isovol », stratégie qu'il applique d'ores et déjà dans son portefeuille *Parvest Diversified Dynamic*, un fonds d'allocation flexible. Cette stratégie repose non pas sur l'approche traditionnelle développée par Harry Markowitz en 1952 mais sur une approche en parité de risque. Cependant, il ne s'agit pas de l'approche en parité de risque classique qui consiste à gérer son portefeuille en équilibrant les contributions en risque de chacune des classes d'actifs présentes dans le portefeuille. L'approche « isovol » consiste à gérer son portefeuille de façon à ce que celui-ci affiche une volatilité constante, permettant d'offrir aux investisseurs une solution d'investissement qui conserve le même niveau de risque d'année en année quels que soient les conditions du marché. Pour cela, il est nécessaire d'observer avec attention le niveau de volatilité des marchés en prenant en considération le phénomène de *volatility clustering* selon lequel une période de forte volatilité a tendance à être suivie par une forte volatilité des marchés et vice versa. ■



Faut-il changer de logiciel pour aborder sereinement les marchés financiers ?

L'intelligence artificielle au service de l'homme afin de battre les marchés financiers, voilà le défi que s'est fixé Charles Gave, entrepreneur et économiste. Pour atteindre cet objectif ambitieux, le logiciel qu'il a conçu se décompose en deux parties. Un premier composant, TrackMacro, qui permet d'avoir un avis à l'achat ou à la vente sur 46 pays. Pour réaliser sa recommandation, ce logiciel utilise sept règles de décision que sont par exemple la combinaison entre le taux de croissance et le taux d'inflation ou l'effet richesse présent dans le pays. L'objectif de ces règles étant de dégager pour chacune d'elles non pas une donnée quantitative mais un degré de certitude sur l'amélioration ou la détérioration de chaque facteur. S'il n'a pas suffisamment d'informations pour être sûr de lui, le système renvoi tout simplement qu'il ne sait pas s'il faut ou non investir dans cette région. Charles Gave et son équipe ont fait le choix d'un système simple où à tout moment ils sont à même de comprendre rationnellement les choix qui sont faits par la machine. Quant au second composant, TrackBehavior, il permet d'analyser la structure du marché dans le but de mettre en exergue le degré d'irrationalité des investisseurs sur tel ou tel marché. En effet, le système distingue deux régimes de risque de marché, le régime comportemental lorsque plus rien ne fonctionne et le régime normal lorsque tout se passe bien. L'objectif est donc d'allier TrackMacro et TrackBehavior au sein d'un même outil permettant de mélanger l'approche macro-économique et l'approche comportementale. A cela s'ajoute la possibilité pour l'utilisateur d'ajouter dans le modèle ses propres hypothèses. ■



Eric Pinon, président de l'Association Française de la Gestion financière (AFG), a conclu cette édition de l'UeAM en rappelant que le gérant d'actifs ne doit pas se soucier uniquement de son actif mais aussi de son passif afin de mieux se connaître. C'est dans ce sens qu'il a invité les gérants d'actifs à améliorer leur collaboration les uns avec les autres pour mieux lutter contre l'ensemble des risques qui ont été identifiés lors de cette journée. Il faut avoir le réflexe de partager l'information et les décisions prises pour

permettre d'améliorer l'industrie de la gestion d'actifs. Eric Pinon a achevé cette journée sur une note d'optimisme en soulignant que « nous, les asset managers dans notre ensemble, nous nous soucierons demain, j'espère, des risques que nous vous faisons prendre et non des risques que nous prenons ».■