

Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (IGOPP)

De nouvelles solutions pour sortir de la crise

Investissements
Standard Life

Emmanuel Matte CFA, FSA, FICA

Premier Vice-président, Solutions de placements

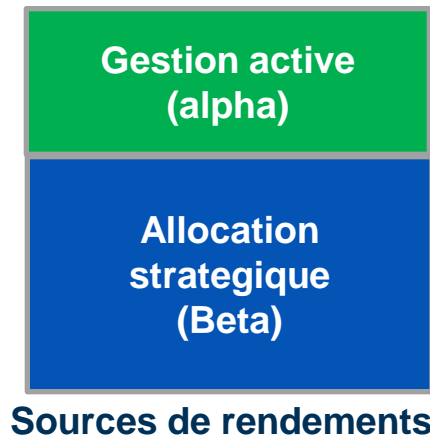
514-499-2538, emmanuel.matte@standardlife.ca

Avril 2013

Retour à la base...

Le processus décisionnel couramment utilisé...

- Choisir des classes d'actifs (i.e. des « beta »)
- Allocation (stratégique) parmi ces classes
- Gestion active
 - Allocation (tactique) parmi les classes
 - Choix des titres
 - Construction de portefeuille

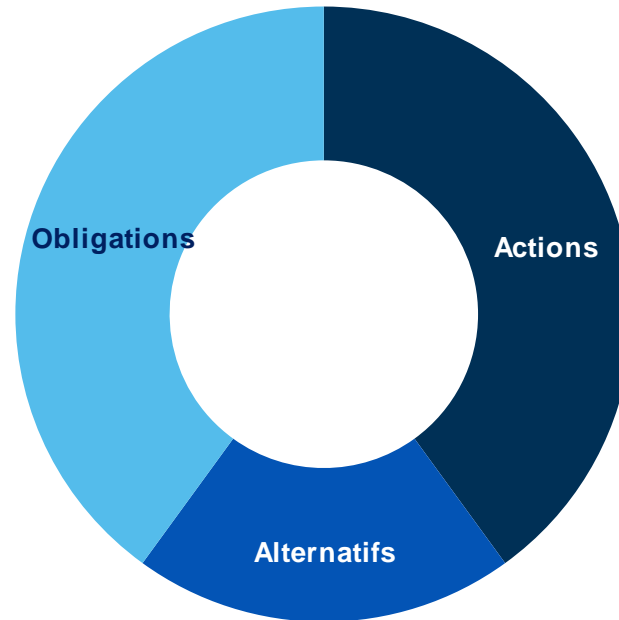


Observations sur le processus actuel

Risques découlant du processus décisionnel actuel

- L'ultime **indice** d'un régime de retraite est le **passif**
- L'**objectif** des investisseurs (rendements absolus ou relatifs à un passif) ne se retrouve pas nécessairement dans le **modèle** (rendements relatifs à des indices)
- Le choix des classes d'actifs et l'allocation mènent toujours à un portefeuille non optimal car **le modèle repose sur des indices qui sont ne sont pas optimaux.**
- Les **obligations servent** principalement à **réduire l'amplitude** du « problème pension » et non à bonifier le rendement ou réduire la volatilité des rendements
- Des considérations **tactiques** sont souvent prises en causes lors de l'élaboration de la **stratégie** (eg: niveau des taux)

Pour garder les choses simples...



- **Obligations** : Les indices (DEX, DEX Long, etc...) créent des risques implicites qui sont non rémunérés par rapport au passif
- **Actions** : Les indices pondérés par la capitalisation encouragent des expositions risquées
- **Alternatifs** : Les indices sont souvent non représentatifs des produits utilisés

Conclusion : Les indices de marchés ne répondent pas à vos besoins !

« Le fait qu'une opinion soit largement répandue n'implique aucunement qu'elle ne soit pas fondamentalement absurde »

- Bertrand Russell

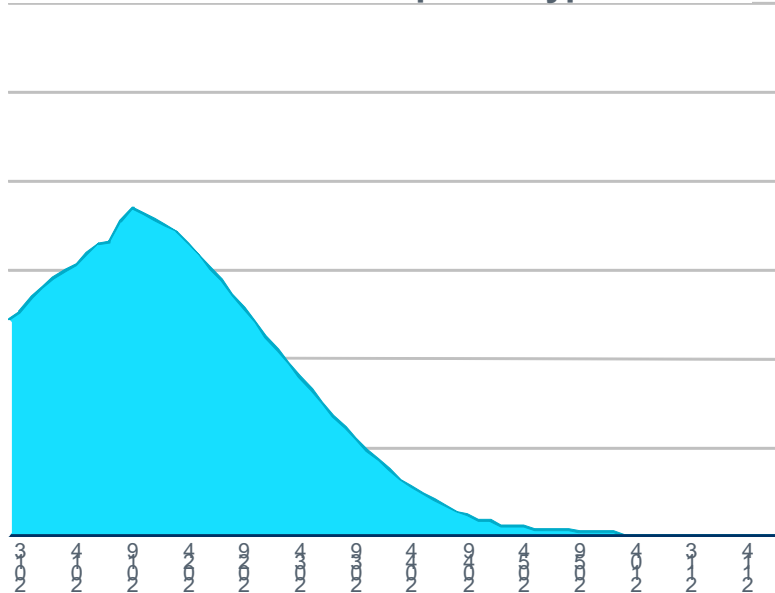




Un indice personnalisé pour les obligations

Votre revenu fixe n'est pas comme n'importe quelle autre classe d'actif

Flux de trésorerie d'un passif type

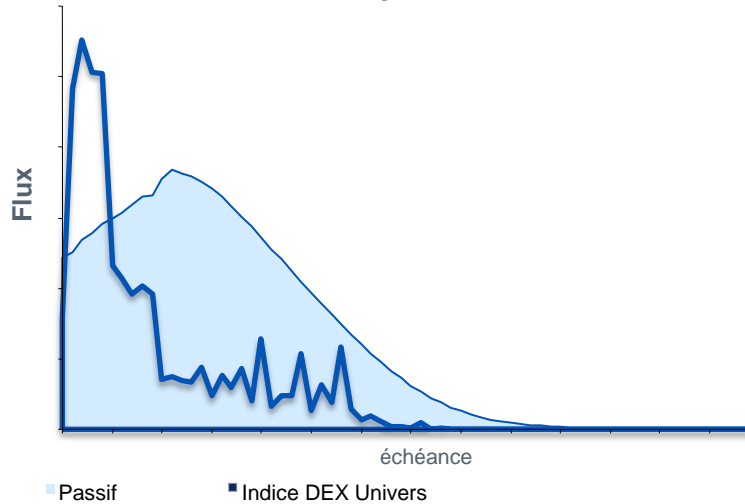


- La « théorie moderne de gestion de portefeuille » suggère qu'une allocation aux obligations diversifie le risque des rendements
- En fait, dans un contexte de caisse de retraite, détenir des obligations contrebalance le passif (i.e. réduit la « dette »)
- L'allocation aux obligations est liée au niveau de tolérance au risque de l'investisseur

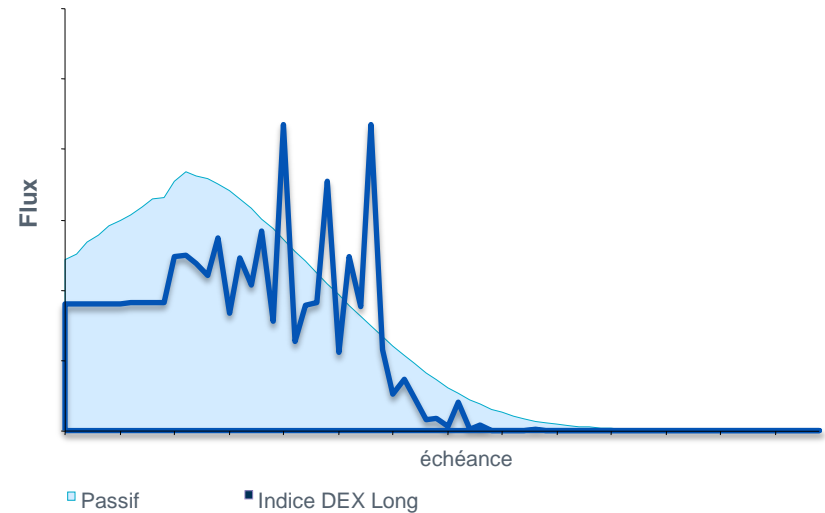
Les différences, ou **désappariement**, entre le portefeuille obligataire et le passif sont des **risques** typiquement **non rémunérés**

Avez-vous le bon indice?

Flux de trésorerie du passif vs DEX Univers



Flux de trésorerie du passif vs DEX Long Terme

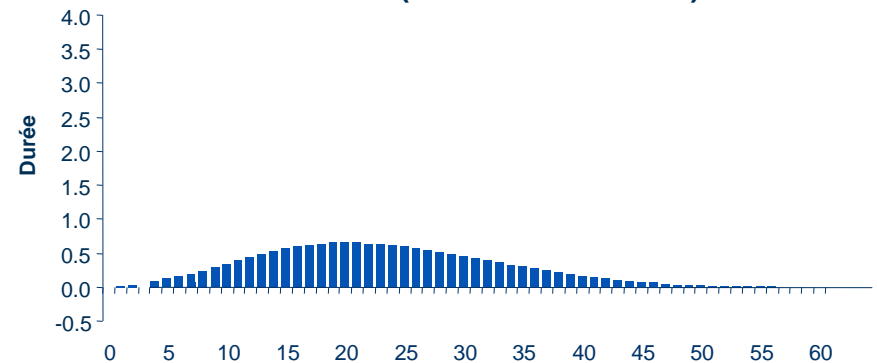


Les indices de marché obligataire ne reflètent pas vos besoins

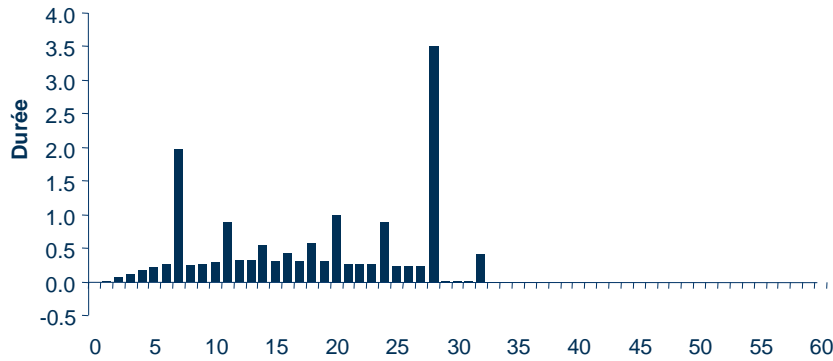
Risques cachés des évaluations actuarielles

- Profil de sensibilité du passif au taux d'intérêt sur différentes bases actuarielles (pour le même régime)

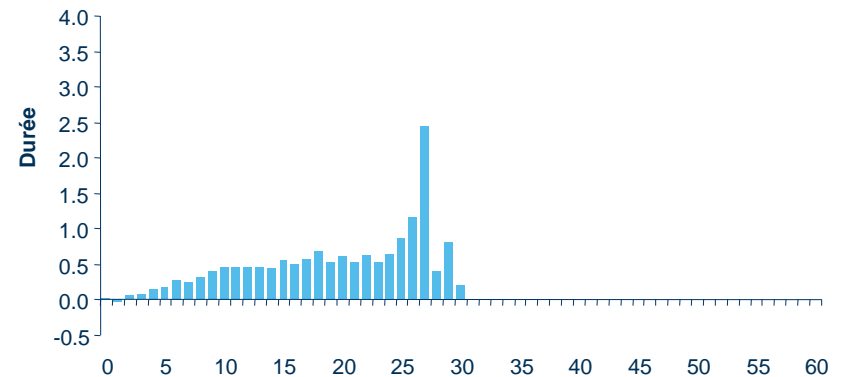
Valeur marchande (base de continuité)



Solvabilité



Comptabilité



Cela en vaut-il la peine (exemple réel) ?

Allocation d'actifs		Indice de référence pour le portefeuille d'immunisation			
Portefeuille générateur de rendement	Portefeuille d'immunisation	Indice de référence du passif ISL	DEX Univers	DEX LT	Combinaison d'indices DEX*
0%	100%	0,0%	15,3%	5,5%	5,5%
10%	90%	1,5%	15,7%	6,7%	6,7%
20%	80%	3,1%	16,2%	8,2%	8,1%
30%	70%	4,8%	16,8%	9,8%	9,7%
40%	60%	6,7%	17,4%	11,4%	11,3%
50%	50%	8,7%	18,1%	13,1%	13,1%
60%	40%	10,9%	18,8%	14,9%	14,8%
70%	30%	13,3%	19,5%	16,7%	16,6%
80%	20%	15,9%	20,3%	18,4%	18,4%
90%	10%	18,8%	21,2%	20,2%	20,2%
100%	0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

* Combinaison d'indices DEX appariant la durée totale

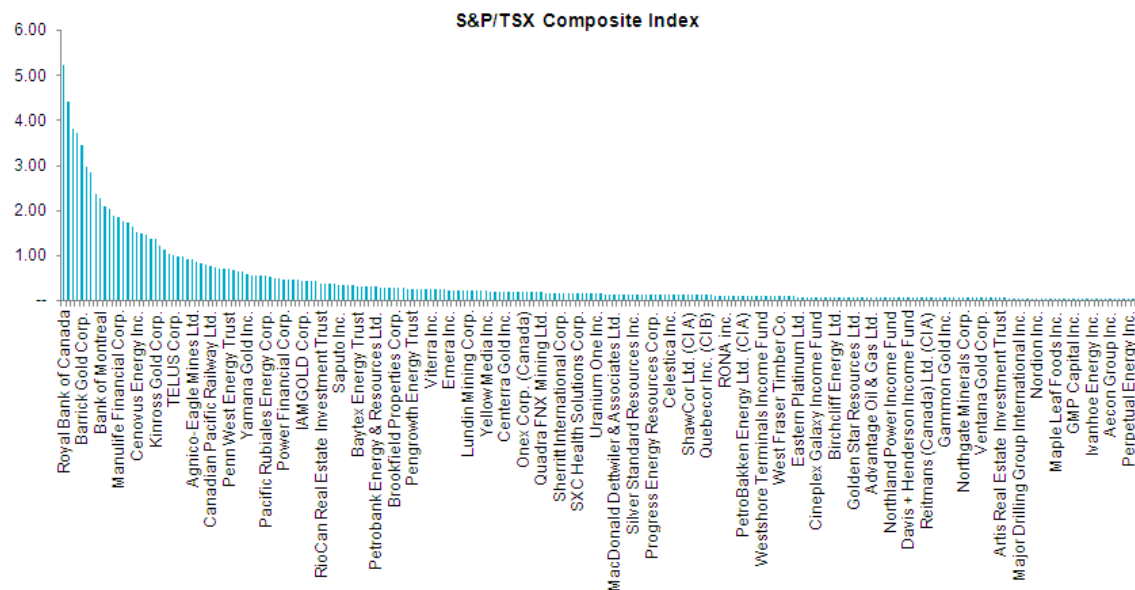
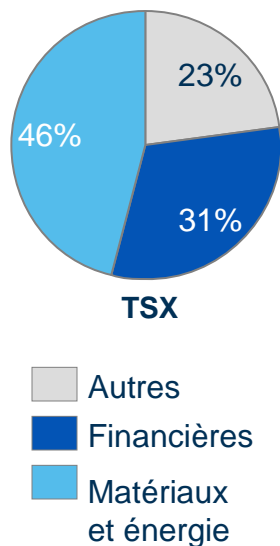
Source: PC-Bond et Investissements Standard Life Inc.



Un indice personnalisé pour les actions

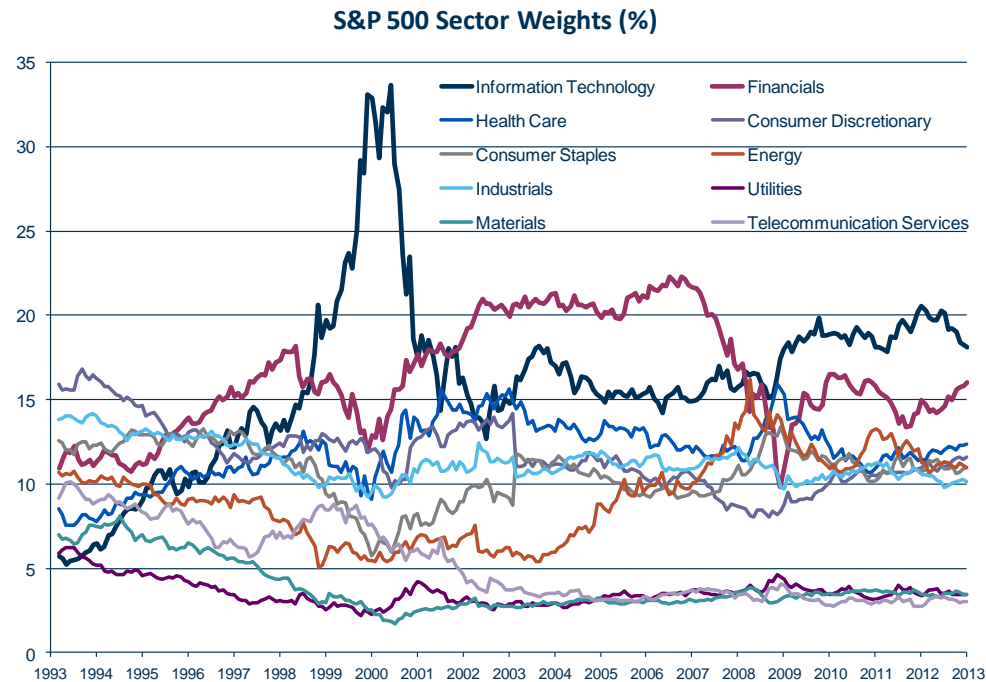
Comprendre les risque des indices pondérés par la capitalisation

- Les indices de marchés sont inefficaces
 - Concentration des risques dans des secteurs ou titres
 - Stratégie de “momentum” (poids influencé par l’offre « herd mentality »)
 - Stratégie contre-intuitive de placement (« Buy high, sell low »)



Construction de portefeuille ?

- La gestion des thèmes « macro » domine souvent la valeur ajoutée et/ou les risques du portefeuille.
- Est-ce vraiment une expertise en matière de construction de portefeuille ou simplement une gestion du beta ?



Source: Bloomberg.

Revoir la construction de portefeuille

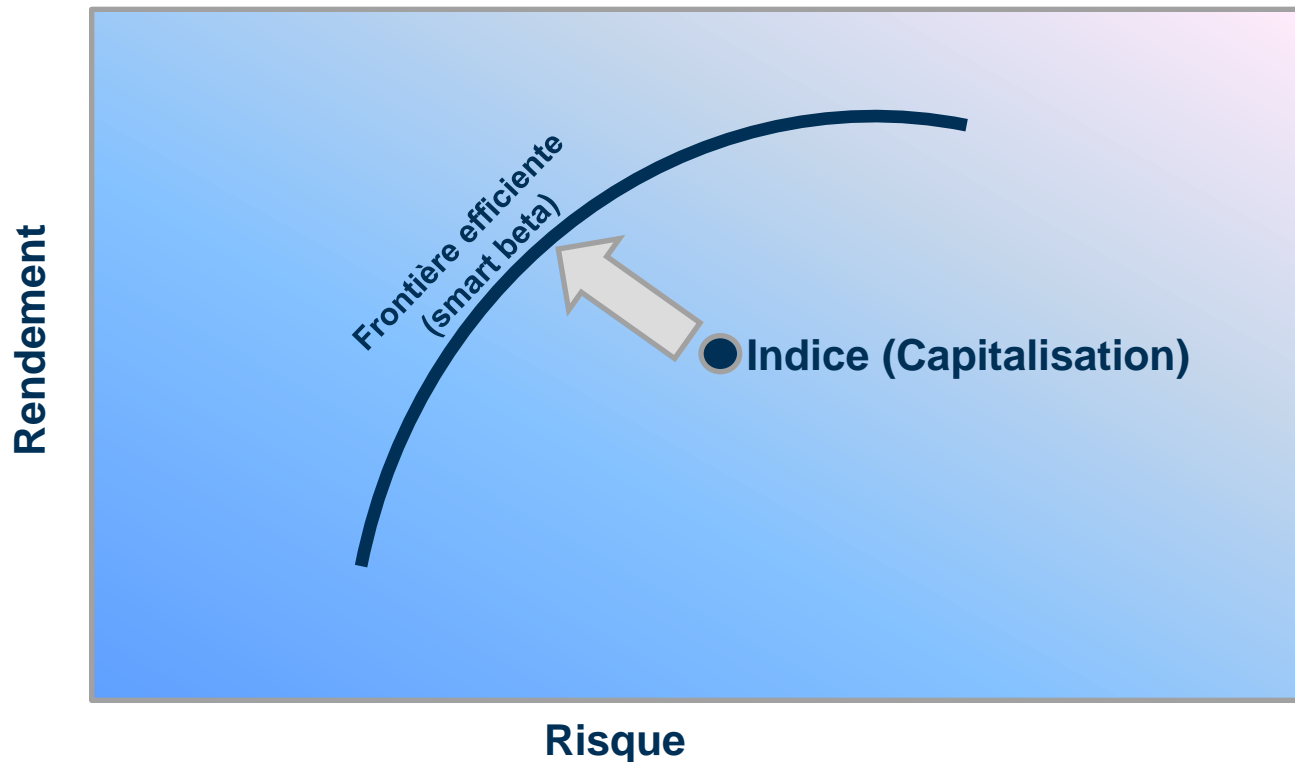
Et si on ignorait l'indice...

- Idée : Lorsque vous cuisinez un plat, y mettez-vous l'ensemble des condiments que vous possédez ?
- Pourquoi ne pas plutôt :
 - 1) Choisir le repas (objectifs de rendements et de risques)
 - 2) Rechercher/sélectionner de bons aliments (sélection de titres)
 - 3) Suivre la recette (modèle/processus de construction de portefeuille)
- Actuellement, la majorité des investisseurs suivent une « recette » proportionnelle à l'offre de produits de leur « épicier » et non par ce qu'ils désirent comme « repas »



Illustration

De la même façon que l'allocation entre différentes classes d'actifs...
...avec "N" titres, il est possible de construire une frontière de portefeuilles qui optimisent le profil risque-rendement



Les approches « Smart Beta »

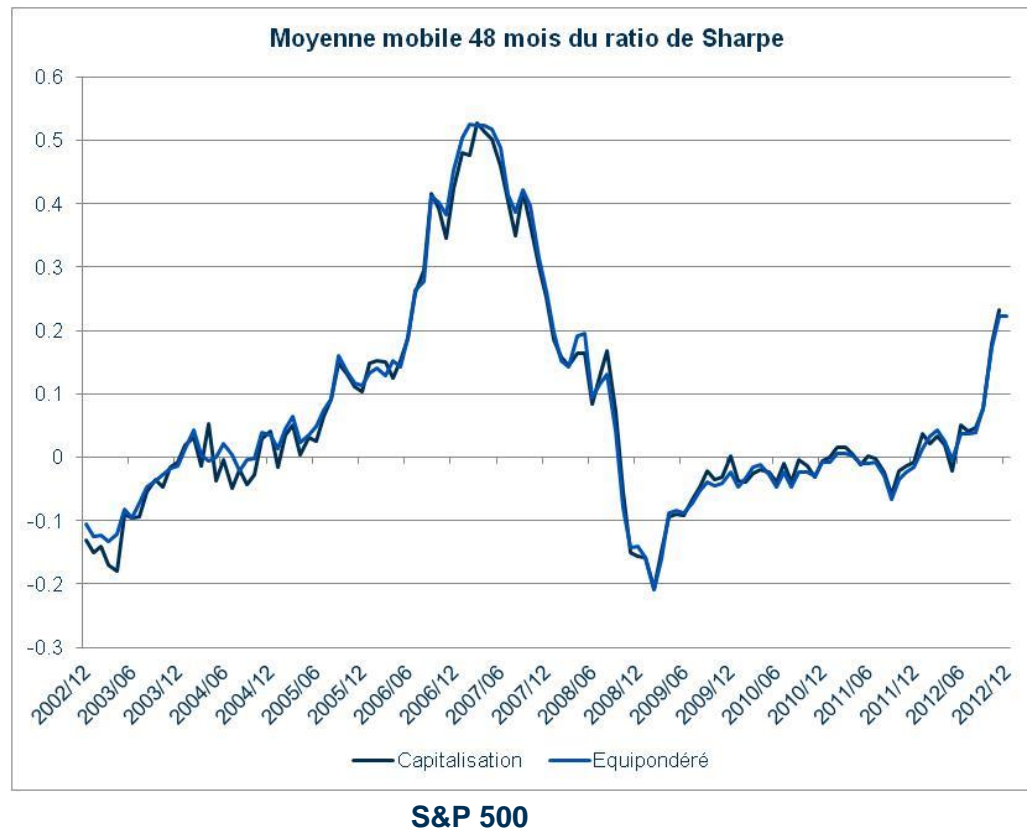
- Approche « heuristique »
 - Équ pondéré (dollar)
 - Équ pondéré (risque)
 - Facteurs fondamentaux (valeur, croissance, multiples, profits, dividendes, etc.)
 - Facteur technique (faible volatilité, momentum, etc.)
 - Macro-économique, thématique
 - RAFI index
 - Etc.

Les approches « Smart Beta »

- Approche de modèle d'optimisation (quantitatif)
 - Optimiser le profil risque/rendement sujet à certaines contraintes
 - ♦ Max. ratio de Sharpe ratio
 - ♦ Min.variance / Min-VaR
 - ♦ Max. un indice de diversification
 - ♦ EDHEC-Risk Efficient Equity Indices
 - ♦ Etc.

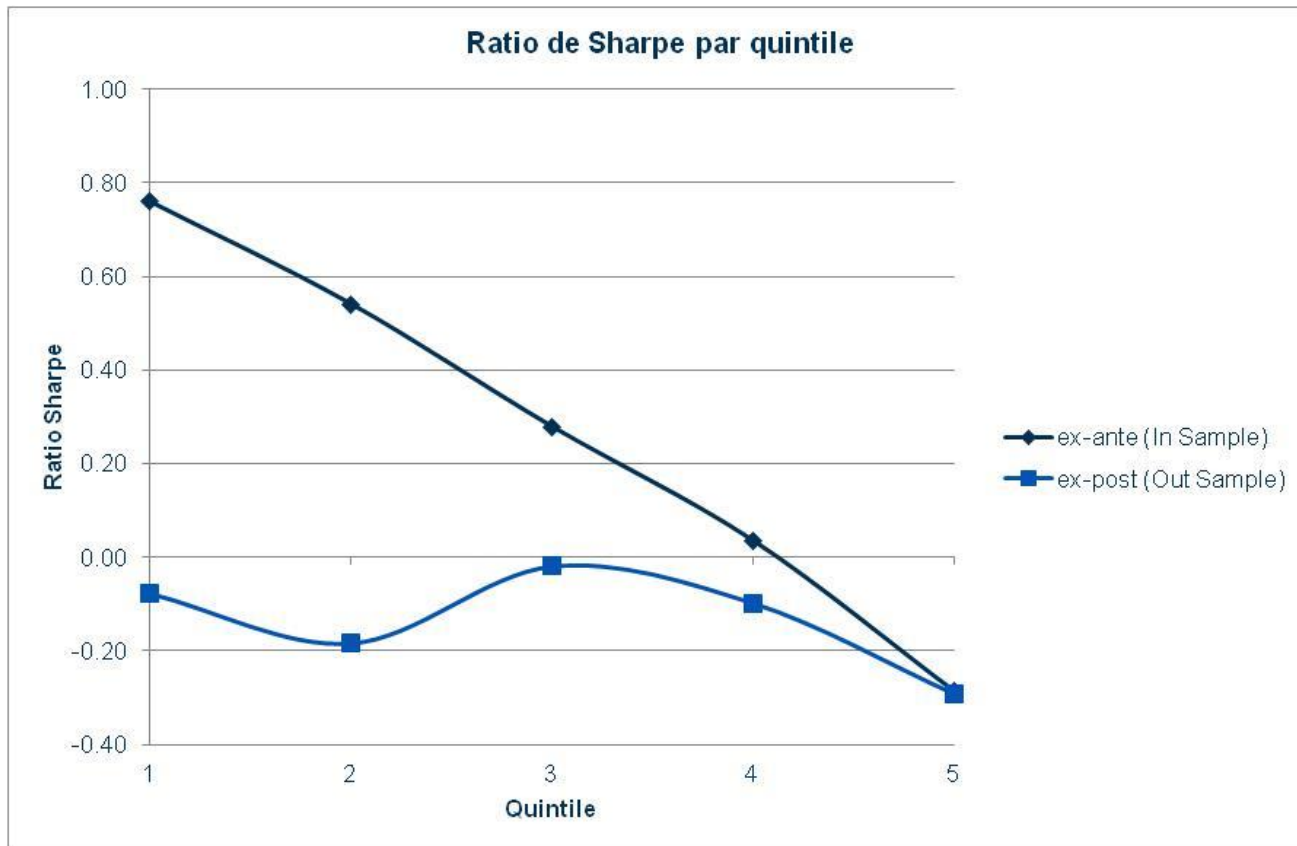
Les problèmes des modèles...

- Certains modèles ne peuvent être bon que sur une certaine période
 - Eg: Equipondéré vs Capitalisation



Les problèmes des modèles...

- Le passé n'est pas toujours applicable pour le future...
 - Théorie : L'annomalie de la faible volatilité = "moins de risques, plus de rendements!"

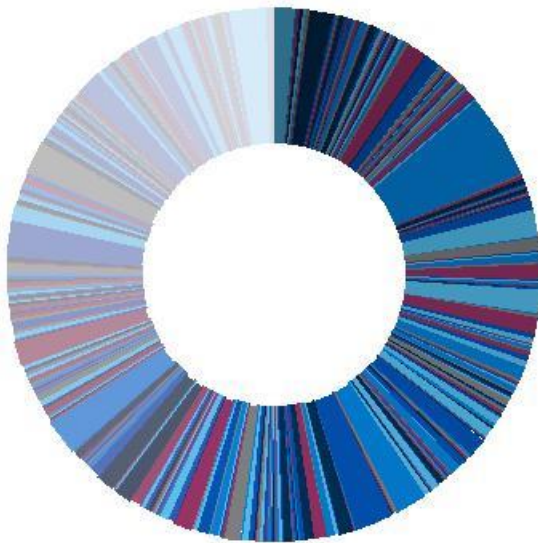


S&P 500, (période de 1999 to 2012)

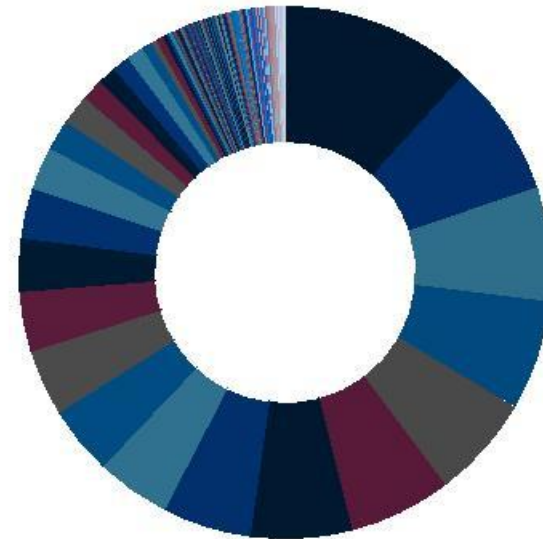
Les problèmes des modèles...

- L'optimisation risque/rendement (eg: Min Vol) : peut mener à des portefeuilles concentrés

Répartition par titre
S&P500



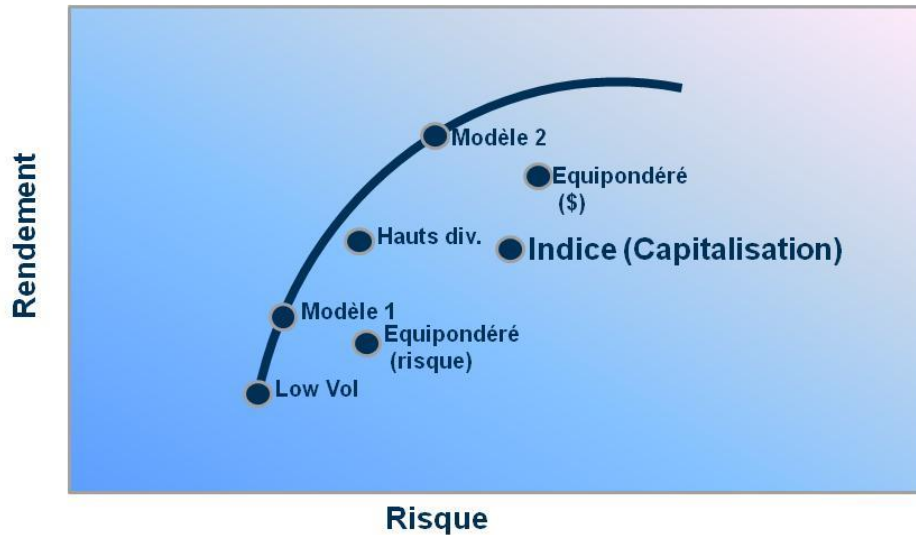
Répartition par titre
Volatilité minimale



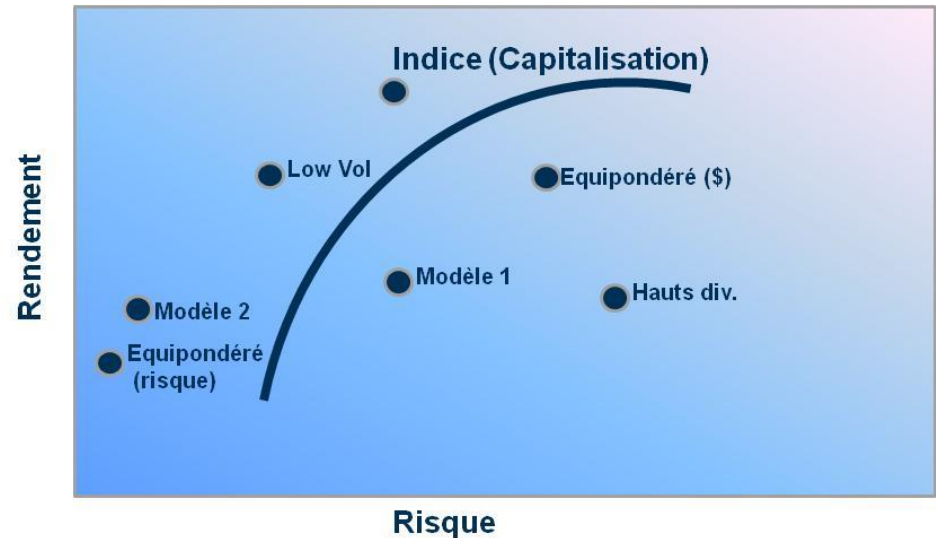
Gestion ou transfert de risque ?

Les problèmes des modèles...

- Problème # 1 : Extrêmement dépendant des hypothèses et/ou du modèle d'optimisation (de la théorie... à la pratique)



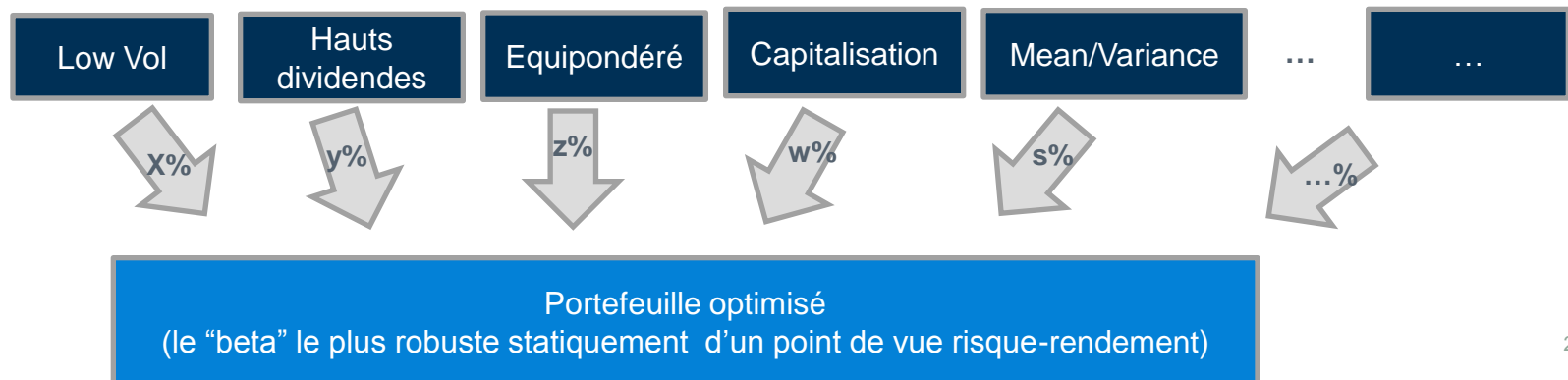
Théorie (ex-ante)



Pratique (ex-post)

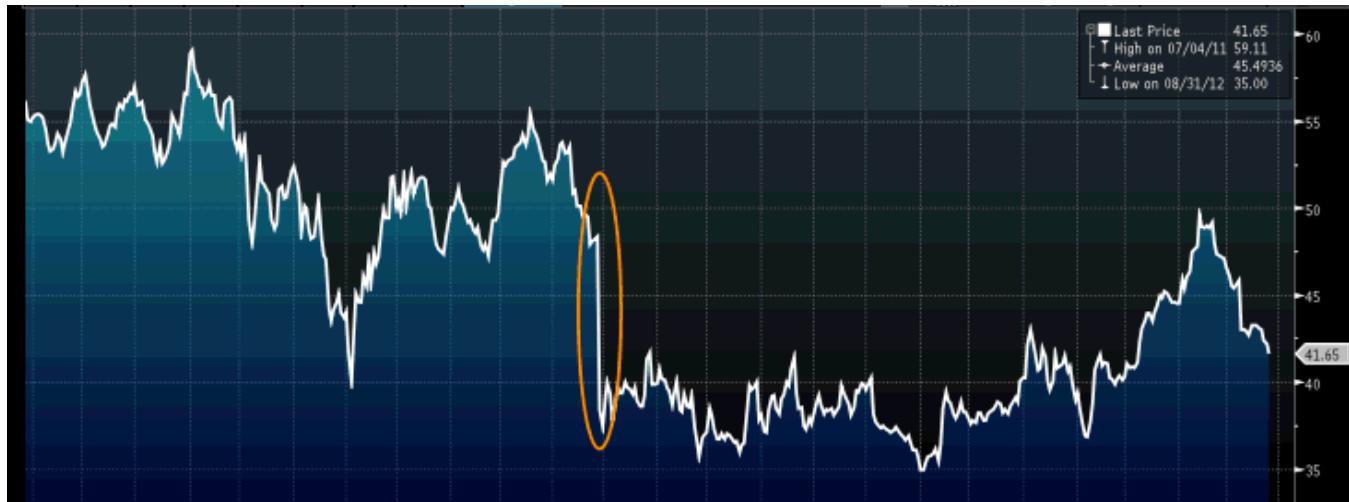
Les problèmes...

- Solution #1: Choisir LE bon modèle... et avoir raison (ou être chanceux)
 - Nécessite de changer de modèles
- Solution #2: Choisir plusieurs modèles ...
 - Eg: Valeur + Croissance; Hauts Dividendes + Low Vol, etc...
 - Risque de se retrouver avec des modèles qui s'annulent (« closet indexer ») ou qui amplifient le risque
- Solution #3: Approche multi-modèles de crédibilité statistique...
 - Reconnaître que chaque approche peut être « la bonne »; et construire le portefeuille qui sera « le plus robuste » statistiquement dans tous les scénarios



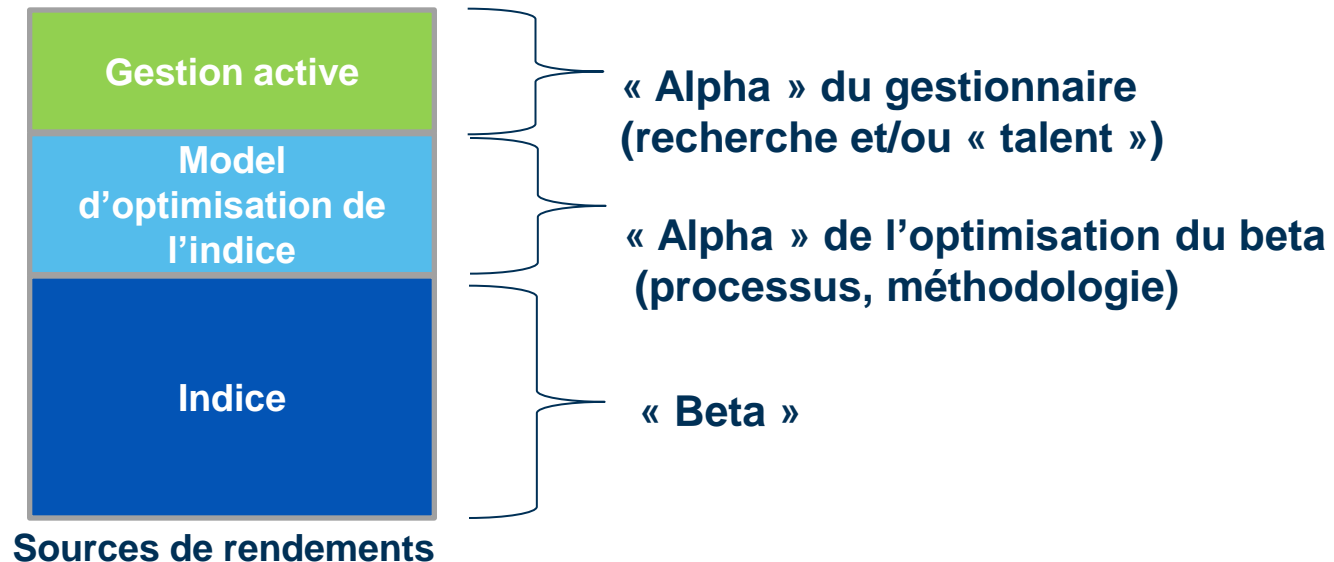
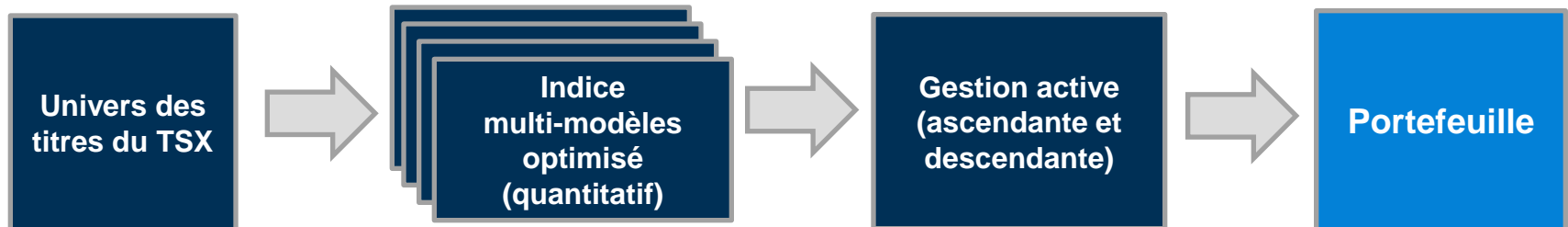
Les problèmes...

- Problème # 2 : Ignore les connaissances du marché (aspect qualitatif)
 - Eg: Plan d'affaire, vision du management, acquisition, fusion, IPO, liquidité...



Les problèmes...

- Solution : Appliquer une gestion active (sélection de titres et stratégie descendante) au portefeuille optimisé



Une approche personnalisée pour les classes dites « alternatives »



Les indices pour les classes « alternatives »

- Les indices sont typiquement « non investissables » (eg: Immobilier)
- Les indices sont habituellement non représentatifs des produits qui seront actuellement utilisés (eg: Fonds de couverture)
- Approche de modélisation (pour allocation d'actif) :
 - Décomposition du produit ou de la classe par facteur de risques
- Approche pour sélection/évaluation du gestionnaire et gestion des risques :
 - Approche de maximisation rendements absolus
 - ♦ encaisse+x% avec vol de y% sur horizon de z années

Les données présentées concernent le rendement passé. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. La valeur des placements peut varier à la baisse comme à la hausse.

Toutes les données contenues aux présentes et qui sont attribuées à une tierce partie (les « données de tierce partie ») sont la propriété de fournisseurs tiers (le « propriétaire ») et sont utilisées sous licence par la Standard Life**. Les données de tierce partie ne doivent pas être copiées ni diffusées. Les données de tierce partie sont fournies « en l'état » et sans aucune garantie qu'elles soient exactes, complètes ou opportunes dans le temps. Dans la mesure permise par la loi, ni le propriétaire, ni la Standard Life**, ni aucune autre tierce partie (incluant toute tierce partie participant à la diffusion ou à la collecte des données de tierce partie) ne pourront être tenus responsables pour les données de tierce partie ni pour toute utilisation faite des données de tierce partie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Ni le propriétaire, ni aucune autre tierce partie ne commercialise ou n'endosse le fonds ou le produit auquel se rapportent les données de tierce partie, ni n'en fait la promotion.

**Par la Standard Life, on entend l'entité pertinente du groupe Standard Life, soit de l'ensemble de Standard Life plc et de ses filiales, entreprises affiliées et entreprises associées (directement ou indirectement) de temps à autre.

Montréal
Investissements Standard Life inc.
1001, boul. de Maisonneuve Ouest
Bureau 1000
Montréal (Québec)
H3A 3C8

Toronto
Standard Life Investments Inc.
121 King Street West
Suite 810
Toronto, Ontario
M5H 3T9

Calgary
Standard Life Investments Inc.
639 5th Avenue S.W.
Suite 1500
Calgary, Alberta
T2P 0M9

Investissements Standard Life inc., qui possède des bureaux à Calgary, Montréal et Toronto, est une filiale en propriété exclusive de Standard Life Investments Limited. Standard Life Investments Limited est une société enregistrée en Écosse (sous le numéro SC123321) au 1 George Street, Édimbourg EH2 2LL.

Standard Life Investments Limited est autorisée et régie par la Financial Services Authority (Royaume-Uni).

Les appels téléphoniques peuvent être enregistrés et/ou écoutés afin de protéger les deux parties, et dans un but de formation.

©2013 Standard Life, images reproduites sous licence.