

## GESTION DE PORTEFEUILLE

# Analyse du risque de marché: aide ou entrave pour le client?

La sophistication du domaine de l'analyse du risque de marché et les messages négatifs que certaines mesures véhiculent ne peuvent-ils pas effrayer les clients et biaiser le choix du profil de risque?



**DIDIER PITTON**  
Business Development  
Manager, Odyssey  
Financial Technologies,  
Lausanne.

**L**ES CONCEPTS de rendement/risque sont essentiels lorsqu'il s'agit de déterminer la stratégie de placement à adopter par un client. Le profiling d'investissement a pour objectif, en général à travers un questionnaire, de comprendre la propension au risque de l'investisseur. Le résultat du profiling d'investissement dirige un client (par exemple) vers une stratégie de placement de type «agressif», «croissance», «conservateur» ou «rendement».

Les clients comprennent plus ou moins qu'un portefeuille agressif est plus risqué qu'un portefeuille conservateur. Ils savent aussi pertinemment qu'une action est plus risquée qu'une obligation, qui est plus risquée que du cash. Mais ce qu'ils ne savent pas c'est quantifier le risque de marché: le risque global du portefeuille, le risque des différentes classes d'actifs et le risque de chacune des positions du portefeuille. De même, le client n'est pas à même de quantifier l'effet de la diversification sur le risque global du portefeuille.

Ce besoin de quantification du risque ne se limite plus seule-

nelle. La clientèle privée demande aussi de se faire expliquer de manière plus concrète comment le «risque» peut se matérialiser sur leur portefeuille et dans quelle mesure la diversification réduit ce risque. De plus, la clientèle aimerait pouvoir suivre l'évolution du niveau de risque du portefeuille et des instruments le composant dans le temps et ne se contente plus d'une mesure ex-post de la volatilité de la performance de leur portefeuille.

## Evolution du cadre réglementaire

Le cadre réglementaire évolue aussi. Par exemple, l'article 19 de MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) la fameuse directive européenne sur les marchés d'instruments, stipule des règles assez strictes qui ont pour objectif de protéger les investisseurs privés en s'assurant que ces derniers comprennent la nature et les risques des stratégies de placement et des instruments offerts. Dans un contexte de gestion privée, le risque de marché peut être défini comme le risque que la valeur des positions d'un porte-

feuille soit affectée de manière négative par des mouvements des marchés d'actions, des taux d'intérêt, des devises et des matières premières.

## La quantification du risque de marché

Grâce à une quantification du risque de marché on souhaite répondre aux questions suivantes: Combien pourrais-je perdre avec mon portefeuille dans des conditions de marché «normales» pour un horizon-temps donné (1 jours, 10 jours,...)? Combien puis-je perdre avec mon portefeuille dans des conditions de marché «anormales»? Quelles sont les positions et les classes d'actifs qui contribuent le plus au

Le Stress-testing cherche à tester l'impact de scénarii négatifs pouvant se produire occasionnellement dans des conditions de marché anormales. Les stress tests cherchent à déterminer comment la valeur du portefeuille réagirait à des événements négatifs. Avec cette approche, on définit un scénario négatif de fluctuation des facteurs influençant le risque de marché (cours des actions, taux d'intérêt, devises et matières premières). Puis, on recalcule la valeur du portefeuille en appliquant ces fluctuations.

La différence entre la valeur actuelle du portefeuille et la valeur recalculée en fonction du scénario indique la perte que le

opportunité (et potentiellement gagner) il faut prendre un risque, mais un risque calculé. Pour cela, il s'agit de mettre en regard le potentiel de chaque placement (leur espérance de rendement) et le risque associé.

En quantifiant le risque on peut évaluer si une prise de risque éventuelle est justifiée par rapport au rendement que l'on espère. Comme le risque évolue dans le temps, on peut aussi vérifier dans le temps que la prise de risque vaut encore la peine. D'autre part, la mise en place d'une mesure de risque permet d'expliquer concrètement au client l'avantage d'une diversification en chiffrant ce dernier. Finalement, un client peut beaucoup mieux apprécier le fameux «trade-off» entre risque et rendement.

## Etablir un «budget de risque»

Une approche intéressante consiste à établir avec le client un «budget de risque» pour son portefeuille. Ce budget exprimé par exemple en pourcentage de Value-at-risk va être utilisé comme une contrainte lors de la construction et le réaménagement du portefeuille. Si les marchés deviennent plus risqués, la Value-at-risk du portefeuille risque de dépasser le budget. C'est là que l'on pourra utiliser le risque comme outil d'aide à la décision et identifier quelles positions et classes d'actifs contribuent le plus au risque et devraient éventuellement être allégées.

L'analyse du risque permet de structurer grandement le conseil en placement et de l'enrichir d'un précieux outil d'aide à la décision. L'utilisation dans les portefeuilles de produits de plus en plus sophistiqués (produits dérivés, produits structurés, hedge funds,...) impacte la manière d'appréhender le risque d'un portefeuille. Les classes d'actifs traditionnelles ne sont plus en mesure de refléter une certaine homogénéité du couple risque-rendement. De plus, afin de refléter la véritable exposition aux facteurs de risque, certains produits devraient être décomposés et ventilés dans plusieurs classes afin de présenter l'exposition réelle du portefeuille (par opposition à l'exposition nominale). Tout cela va dans le sens de la mise en place d'une utilisation plus poussée des concepts d'analyse de risque et de leur intégration systématique au profiling d'investissement et au reporting client.

Plusieurs acteurs du marché de la banque privée l'ont compris et ont déjà mis en place une méthodologie et des outils de mesure et d'analyse du risque de marché qui reflètent les évolutions récentes de la gestion privée. ■

En quantifiant le risque on peut évaluer si une prise de risque éventuelle est justifiée par rapport au rendement que l'on espère.

risque total du portefeuille? Quelle réduction du risque total la diversification actuelle de mon portefeuille apporte-t-elle?

Les deux approches les plus courantes de quantification du risque sont la «Value-at-Risk» et le «Stress-testing». Les deux sont généralement combinées. La Value-at-Risk (VaR) est une estimation du montant de perte que pourrait subir un portefeuille ou un actif avec une certaine probabilité (selon un niveau de confiance de 95 ou 99%) pendant une certaine période de temps (1 jour, 10 jours, ...). Supposons que l'on dispose d'un portefeuille diversifié d'une valeur de CHF1.000.000 et que l'on calcule sa VaR avec un niveau de confiance de 95% pour une période de 10 jours. Après calcul, la VaR se situe à 100.000 francs. Cela signifie que dans un horizon-temps de 10 jours il y a une probabilité de 5% que le portefeuille perde plus que 100.000 francs. Vue de manière plus positive, cela signifie que pour le même horizon-temps, il y a 95% de chances que le portefeuille perde moins de 100.000 francs.

Comme la VaR peut être calculée à n'importe quel niveau, on peut facilement calculer la contribution de chaque position et classe d'actifs au risque total du portefeuille et en conséquence savoir où agir pour réduire ou augmenter ce risque. D'autre part, à chaque niveau d'agrégation, la VaR prend en compte la corrélation entre les actifs concernés et permet de calculer et quantifier l'effet de diversification. Finalement, la VaR s'exprime non seulement en montant de perte, mais peut aussi s'exprimer en pourcentage de perte.

portefeuille supporterait en cas d'occurrence simultanée de toutes les variations négatives du scénario. La perte résultante peut finalement être répartie entre les facteurs de risque afin de mieux comprendre quelle partie du portefeuille est plus exposée aux conditions de marché anormales.

Les scénarii négatifs peuvent être basés sur des événements connus qui se sont réellement produits dans le passé (krach boursier de 1987, crise asiatique,...) ou en appliquant les plus fortes fluctuations quotidiennes subies depuis une certaine date par les facteurs de risque. Si l'on reprend notre exemple précédent, on pourrait par exemple tester l'impact du crash de 1987 et déterminer que dans ce scénario le portefeuille dans sa composition actuelle aurait pu perdre 150.000 francs, soit 15% de sa valeur.

## Un risque d'effrayer les clients?

La sophistication de l'analyse du risque et les messages négatifs que certaines mesures véhiculent ne peuvent-ils pas effrayer les clients et ainsi biaiser la prise de risque? Pas nécessairement si l'analyse de risque est présentée et expliquée de manière judicieuse au client par son conseiller. A une époque où de nombreux clients investissent régulièrement dans des produits structurés dont les «term sheets» ne sont pas toujours d'une grande clarté, il ne faut surtout pas sous-estimer leur capacité de comprendre les concepts de risque de marché. En premier lieu, il faut accepter l'idée que pour bénéficier d'une

pub 1/4 pages

143x220mm