

Comment gérer les "risques extrêmes" ?

Une manière simple et rapide d'évaluer le risque inhérent à tout investissement dans un fonds est de mesurer la volatilité de son rendement mensuel. En première approche, il est communément admis que plus la volatilité est basse, c'est-à-dire plus les rendements mensuels ont été voisins de leur moyenne, plus faible est le risque de subir une perte importante dans le futur.

Dans la réalité, les choses ne sont pas aussi simples: la mesure de la volatilité du rendement passé ne permet qu'une appréhension superficielle du risque de perte futur. En particulier, la faible probabilité de subir une perte très importante, ou "risque extrême", échappe à ce type d'analyse.

Certes, des outils quantitatifs plus sophistiqués que la simple mesure de la volatilité passée permettent une bien meilleure compréhension du risque. Parmi ceux-ci, que nous utilisons chez HDF, on peut citer les mesures du Skew et du Kurtosis, qui cherchent à mieux décrire comment les rendements ont été distribués autour de leur moyenne, ou bien encore l'analyse multifactorielle non linéaire, qui cherche à mesurer les sensibilités du fonds aux fluctuations d'une grande variété de facteurs de marché, ainsi que les variations dynamiques de ces sensibilités à l'occasion de mouvements de marché.

Chez HDF, nous considérons que tous ces outils quantitatifs apportent une aide précieuse pour construire le portefeuille de nos fonds de fonds et pour contrôler les risques de manière efficace.

Mais, comme ils s'appuient sur la mesure d'événements passés, aucun de ces outils ne peut correctement prédire des pertes importantes telles que celles qui ont été subies par les fonds LTCM ou Amaranth, par exemple, ou bien celles dues à des crises de liquidité mondiales.

Alors, comment gérer les risques extrêmes ?

Pour contrôler les risques extrêmes, il convient à la fois (1) de les identifier, pour mieux les éviter et (2) de minimiser leur impact si jamais ils se produisaient.

(1) Eviter les stratégies alternatives qui pourraient présenter des risques extrêmes:

Les trois critères les plus importants à prendre en considération pour éviter autant que faire se peut les stratégies à risques extrêmes importants sont:

- (a) la valeur des actifs doit provenir de prix de marché et non de valorisations théoriques fictives
- (b) les actifs doivent être raisonnablement liquides, pour pouvoir être cédés dans de bonnes conditions en cas de besoin
- (c) la couverture de ces actifs doit être possible (hedging)

Parmi les stratégies qui ne nous paraissent pas remplir ces critères, on pourra citer certaines stratégies où les hedge funds se substituent aux banques pour prêter, comme par exemple certaines stratégies d'ABL (*Asset Based Lending*) ou de PIPEs (*Private Investments in Public Equities*). L'utilisation des outils classiques de mesure du risque sur ces stratégies donne en effet souvent des résultats trompeurs: ces stratégies présentent le plus souvent des performances particulièrement régulières. Il convient également d'être prudent dans l'analyse de nouvelles stratégies pour lesquelles on manque de recul quant aux *drawdowns* historiques, telles celles basées sur les dérivés climatiques par exemple.

(2) Minimiser l'impact des risques extrêmes s'ils devaient se produire:

En limitant le poids maximal de tout hedge fund dans un portefeuille de fonds de fonds, on minimise bien entendu l'impact que pourrait avoir la perte importante d'un hedge fund sur la performance du fonds de fonds. Nous considérons qu'un fonds de fonds multi stratégies devrait comprendre une cinquantaine de hedge funds environ pour s'assurer d'une bonne diversification et d'une bonne protection face aux risques de pertes extrêmes.

Rappelons enfin que la gestion des risques extrêmes passe également par la sélection de gérants capables d'ajuster rapidement les positions nettes de leur portefeuille en fonction des situations de marché, comme certains ont très bien su le faire en 2001 et 2002.

Votre contact commercial habituel HDF se tient à votre disposition pour tout renseignement complémentaire.