

Commentaire

Bernard COCHEMÉ

Directeur général CDC-Gestion (Groupe Caisse des Dépôts)

48

La gestion de fonds est, aujourd'hui aux États-Unis, une véritable industrie. Sous des appellations diverses, *money management*, *asset management*, ou *portofolio management*, cette activité a connu un essor considérable. Associées à une recherche particulièrement active et suscitant une littérature abondante, les techniques de gestion financière sont devenues de réels standards pour le développement de cette activité sur les autres continents.

Ce qui frappe d'emblée dans la situation américaine, c'est l'importance des masses financières et l'organisation spécialisée des intervenants dans la gestion de fonds.

L'importance de l'activité de gestion de fonds est liée au système américain de financement des retraites par capitalisation. La constitution de réserves pour faire face aux engagements futurs pris par les entreprises ou les collectivités publiques, États et municipalités, à l'égard de leurs salariés lorsqu'ils seront à la retraite, donne au marché américain sa physionomie particulière. Les investisseurs institutionnels dominants sont les fonds de pension.

Par comparaison, les Caisses de retraite de la plupart des pays européens, et notamment en France, gèrent des réserves dont le volume infiniment moindre correspond à un système de retraite par répartition.

La seconde caractéristique est la spécialisation des intervenants. Par rapport à l'intégration des métiers encore bien souvent pratiquée en Europe, la ges-

tion de fonds aux États-Unis est à la fois beaucoup plus spécialisée et organisée par grandes catégories de fonctions.

Les responsables des fonds de pensions américains ont ainsi communément recours aux savoir-faire de plusieurs catégories de professionnels : gérants, économistes, stratèges, quantitativistes, analystes financiers et consultants.

Parmi ces spécialistes, les consultants sont assurément des acteurs clés dans le processus de gestion des fonds des grands investisseurs institutionnels.

Leur rôle est très justement souligné dans l'article de Christian Merle. Le Conseiller Financier de New York, en observateur attentif du marché américain, décrit les multiples facettes de la fonction de conseil exercée par les consultants.

Très en amont de la gestion proprement dite, les consultants interviennent pour évaluer les engagements actuariels des fonds de pension. Ensuite viennent les phases de proposition d'allocation d'actifs correspondant à des objectifs d'adossement bilantiel ou de recherche d'une rentabilité optimale. La gestion, largement déterminée par cette démarche initiale, est ensuite étroitement contrôlée et évaluée, tant au niveau de la performance que des risques pris par les gérants. Ajoutons que très souvent aussi, le consultant conseille les investisseurs, fonds de pensions ou compagnies d'assurance, dans le choix de leurs gérants.

Pour un gérant de portefeuille cette organisation

C O M M E N T A I R E

des rapports avec un client peut présenter le risque d'affaiblir les relations directes et de dépersonnaliser la gestion. Cette critique souvent formulée ne manque certes pas de justifications.

Toutefois, le fond du débat me semble moins résider dans la présence de tels intermédiaires que dans les méthodes employées.

De ce point de vue, le conservatisme de certaines gestions, ou le manque de transparence dans les résultats obtenus ont fait le lit pour de nouvelles approches et de nouveaux services dont la valeur ajoutée est très largement incontestable. Les services de conseil sont appelés à se développer et notamment en France où le rôle de consultant est encore réduit. Cette évolution est une raison suffisante pour que tous ceux qui font profession de gérant de portefeuille s'y préparent dès maintenant.

À partir de l'exemple américain, je voudrais mentionner ici deux aspects majeurs de la gestion de fonds, que l'on appellera les deux P (Process, Performance), dont la prise en compte me paraît déterminante pour fonder une offre de service à la fois compétitive et adaptée aux besoins des investisseurs institutionnels.

Le premier aspect concerne les méthodes de gestion. On devrait d'ailleurs parler désormais de système de gestion, tant la gestion de fonds se nourrit des apports multiples de l'analyse quantitative, des modèles d'allocation d'actifs et de l'analyse économique produits par une intense activité de recherche.

L'approche traditionnelle, savante combinaison d'intuition et d'analyse financière, se sophistique et change de nature à travers le crible technique de l'analyse rationnelle et multi-critères. Mieux documentée, reposant sur des simulations multiples la gestion de fond approfondit sa démarche et diversifie ses outils. Plus complexe assurément, elle est néanmoins le gage pour l'investisseur d'un service plus mobile soucieux de construire des stratégies efficaces face aux risques des marchés financiers. Mais que serait l'intérêt de cette démarche si parallèlement n'étaient pas mis en place des outils de mesure des résultats ? Et c'est là un second aspect majeur de la gestion de fonds que je voudrais souligner ici.

Au-delà de la remarque critique, souvent fondée, sur l'horizon de trop court terme qui caractérise les mesures de performance, l'important me paraît être de soumettre à une analyse périodique les performances obtenues dans la gestion de fonds.

Il s'agit là non seulement d'adopter une méthode rigoureuse pour le calcul de la performance, et l'on sait, ne serait-ce que dans le cas des OPCVM, la difficulté à la fois de disposer d'un instrument à la fois juste et précis, d'évaluer la contribution de chaque catégorie d'actif composant un portefeuille à la performance globale, et de comparer les performances à des indices de marché.

La comparaison aux indices de marché débouche assez naturellement sur la gestion indicielle. Cette technique de gestion occupe désormais aux États-Unis une place majeure, servie il est vrai par la forte croissance et les brillantes performances des marchés depuis 1982. S'il n'est pas rare d'entendre certains gérants de portefeuille évoquer la « tyrannie » de la comparaison systématique de leurs performances à celle des indices, et si la gestion indicielle est souvent qualifiée de « passive », sachons néanmoins que ce type de démarche apporte une incontestable transparence et que le reste est affaire de discernement et de méthode. Le marché français qui s'est doté d'indices représentatifs tels que le CAC 40 pour le marché des actions est actuellement mûr pour acclimater la gestion indicielle. Il reste toutefois à doter le marché d'une véritable gamme d'indices. Ainsi pour le marché obligataire, l'établissement d'une référence de place doit être considéré comme une priorité pour le développement des gestions indicielles.

Au terme de ce rapide commentaire, ce qui peut être souligné c'est, à brève échéance, la mutation de la gestion de fonds dans notre pays sous l'influence des méthodes qui se sont répandues depuis plusieurs années aux États-Unis.

Notre marché financier a su renforcer son attrait auprès des investisseurs nationaux et étrangers en développant des instruments nouveaux. Les enjeux pour la gestion de fonds sont du même ordre ; la compétitivité des gérants de portefeuille dépendra de leur aptitude à s'adapter et à adopter de nouvelles méthodes de gestions. □