

DE L'INTÉRÊT DE LA GESTION QUANTITATIVE POUR LES ALLOCATIONS STRATÉGIQUES D'ACTIFS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

UNE INTERVIEW DE XAVIER DE BAYSER*

Les investisseurs institutionnels se trouvent confrontés à une pléthore d'offres pour la délégation de leur gestion. Quels peuvent être, dans ce contexte, les apports d'une gestion de type « quantitative » ?

Les investisseurs institutionnels se doivent de diversifier leur gestion. Cette nécessité résulte d'un triple constat. D'une part, les taux longs suivent une tendance baissière et ont atteint aujourd'hui des niveaux souvent insuffisants pour couvrir certains de leurs engagements à long terme. D'autre part, de nouvelles contraintes de gestion, en matière de retraites ou encore d'indemnités de fin de carrière, projettent les investisseurs sur des horizons de plus en plus éloignés. Enfin, les zones d'investissements se sont multipliées. Or, la diversification efficiente d'une gestion est difficile à réaliser. Les méthodes quantitatives peuvent toutefois aider l'investisseur à surmonter cette difficulté. Reposant sur l'utilisation de bases de données et sur leur exploitation statistique, elles vont permettre de sécuriser l'investisseur en l'aidant, dans un premier temps, à choisir une allocation optimale en fonction de ses contraintes de passif et à en visualiser, *ex-ante*, la plage de performance qu'il peut en attendre. Dans un second temps, ces méthodes facilitent, sur tous les marchés organisés, une mise en œuvre rapide, efficace et à moindre coût de l'allocation déterminée.

219

Comment les méthodes quantitatives aident-elles à définir une allocation stratégique d'actifs ?

L'approche quantitative repose sur une modélisation du comportements des actifs financiers et des variables économiques. Par l'étude

* Vice-Président Directeur Général d'ABF Capital Management

des évolutions conjointes, des interrelations existantes et des volatilités, il est possible, après avoir simulé un nombre important de scénarios, de dessiner une « cartographie » des avenir possibles. Cette technique numérique est aujourd'hui couramment appliquée dans les modèles dits « stochastiques ». Selon le niveau de risque qu'il retient, l'investisseur visualise les perspectives d'évolution de son allocation par rapport à des bornes de probabilité : rendement minimum, rendement moyen et rendement maximum espérés. Il pourra également modifier les paramètres des modèles afin d'en examiner les impacts en termes de risque et de performance. A titre d'exemple, les modèles quantitatifs permettront de mesurer, pour une allocation donnée, la probabilité de perte en capital, ou celle d'afficher, à l'échéance de l'allocation, une rentabilité inférieure à l'inflation. On peut également mesurer l'impact, en termes de risque, d'une introduction de titres étrangers dans un portefeuille domestique. On peut enfin rechercher, pour un portefeuille donné, les possibilités de diminuer le risque, ou, pour un niveau de risque équivalent, d'améliorer les espérances de rentabilité à long terme.

220

Comment le niveau de risque est-il déterminé ?

La première étape consiste à prendre connaissance du passif de l'investisseur, de son horizon de placement, de ses contraintes - comptables, fiscales ou réglementaires - et de son degré d'aversion au risque. Le plus souvent, le critère de risque sera déterminé par rapport au rendement minimum accepté à l'échéance. Mais il peut reposer sur tout autre critère statistique. Ensuite, grâce aux modèles probabilistes, la société de gestion aide l'investisseur à déterminer l'allocation idoine. Toutefois, c'est toujours l'investisseur qui, *in fine*, définit l'allocation. Il accepte et supporte donc le risque de marché associé à son allocation en fonction de ses engagements de passif. La probabilité pour l'allocation d'atteindre ses objectifs dépendra ensuite de la capacité de l'investisseur à respecter ses choix initiaux. La pire des stratégies est bien évidemment de bouleverser sa répartition d'actifs au son du canon ou des violons, cédant aux sirènes du court terme.

Quel risque la société de gestion est-elle alors amenée à assumer ?

C'est la société de gestion qui a en charge la mise en œuvre de la stratégie retenue. Or, sur long terme, cette mise en œuvre fait apparaître des risques nouveaux qui, à l'inverse du risque de marché, sont des risques non rémunérateurs. Pire, ces risques

peuvent rendre au final inopérants les gains attendus du risque de marché. C'est donc à la société de gestion qu'incombe la maîtrise du risque de mise en œuvre en prenant garde, à l'instar de Gresham, que « ce mauvais risque ne chasse pas le bon ».

Quel est, de manière concrète, le risque de mise en œuvre ?

Le premier risque est celui du non respect par le gérant de l'allocation définie. Dans le cadre d'une allocation d'actifs à long terme, le *market-timing* et les choix tactiques, qui reviennent à faire des paris sur l'opportunité, à un moment donné, d'entrer ou de sortir d'un marché, constituent un réel danger. Vient ensuite le risque de dérive. Celui-ci s'apprécie par la mesure du risque actif qui reflète le degré de liberté dont le gérant dispose par rapport à la référence imposée, c'est-à-dire à l'indice du marché considéré. On calcule ainsi classiquement la volatilité de la sur-performance du fonds par rapport à sa référence. Afin de rester en phase avec les hypothèses ayant permis de définir l'allocation, il est primordial que la gestion soit en mesure de reproduire avec efficacité et régularité les performances des marchés. Une sous-performance répétée sur un compartiment de l'allocation remet en effet entièrement en cause les prévisions initialement établies. A titre d'exemple, la moyenne des Sicav d'actions américaines a sous-performé, de 1993 à 1997, la référence ou l'indice S&P 500 en francs de plus de 3,5 % par an. L'investisseur mal conseillé aurait ainsi vu, sur cette période, la performance de son compartiment actions américaines s'éloigner dangereusement de celle de son *benchmark*. Plus généralement, on remarque qu'une connaissance limitée d'un marché par un gérant engendre, quasi systématiquement, un écart grandissant entre la performance du portefeuille et celle de son indice. A l'inverse, la connaissance exhaustive des indices de référence, et c'est l'un des apports des méthodes quantitatives, permet de contrôler le risque actif en limitant les paris implicites. Avec un risque actif sous contrôle et limité à 1 %, la performance du fonds ne pourra dériver par rapport à celle de l'allocation théorique, ce qui est le plus sûr moyen d'assurer la pérennité de la performance. Avec un niveau de risque actif fixé à 6 %, il reste possible d'évaluer l'impact du risque de gestion. En revanche, avec un risque actif non contrôlé, il n'existe aucune garantie sur les performances futures du compartiment par rapport à sa référence, celles-ci reposant alors plus sur la chance du gérant que sur sa véritable valeur ajoutée.

Existe-t-il d'autres risques de mise en œuvre ?

Les risques de mise en œuvre sont nombreux. Mis bout à bout, ils forment une chaîne qu'il incombe à la société de gestion de maîtriser. En plus du risque actif, il existe par exemple un risque lié à la dérive du poids des compartiments de l'allocation, fonction des évolutions relatives des différents marchés. Pour éluder ce risque, il convient d'opérer un rebalancement, c'est-à-dire de revenir régulièrement aux pondérations initialement définies pour chaque classe d'actifs de l'allocation. La fréquence du rebalancement est définie avec l'investisseur. Une mauvaise maîtrise de ce risque peut entraîner, en cas de forte variation des marchés, une évolution rendant les caractéristiques statistiques de rentabilité et de risque du portefeuille tout à fait différentes de celles initialement calculées. En outre, le rebalancement a des effets vertueux sur la performance. Il revient à vendre les actifs ayant le plus progressé dans le passé pour acheter ceux qui ont le moins performé. Une étude historique nous a montré qu'un rebalancement judicieux pouvait ainsi permettre de dégager, à long terme, une espérance de sur-performance de 0,5 % par an. On peut également évoquer le risque lié à un mauvais contrôle des coûts de transaction. Il n'est pas rare de voir des écarts de l'ordre de 1 % sur ces coûts entre deux portefeuilles investis sur une même zone. Or, dans une gestion quantitative, grâce à l'automatisation des tâches et à la transmission groupée des ordres, la mise en œuvre s'effectue à moindre coût.

222

Comment évaluer l'enjeu exact de la maîtrise de cette chaîne du risque ?

Un risque mal maîtrisé en début de chaîne peut avoir, au final, des conséquences catastrophiques. En effet, les risques de mise en œuvre, en fin d'investissement, ne s'additionnent pas mais se capitalisent. Tout défaut de mise en œuvre rend donc caduques les prévisions réalisées lors de la phase de définition de l'allocation. Dans le cadre de la gestion, les petits ruisseaux peuvent également faire les grandes rivières. Si l'on reprend l'exemple des coûts de transaction, sur 35 ans, un surcoût de 1 % par an engendre au final une différence de performance de plus de 400 % entre un portefeuille affichant une performance annualisée de 8 % et un autre affichant une performance annualisée de 7 %. Il est évident que la maîtrise de la chaîne du risque est primordiale pour l'investisseur qui souhaite déléguer sa gestion dans des conditions optimales de sérénité.

Comment travaillez-vous avec les investisseurs institutionnels ?

La première étape consiste à identifier leurs contraintes, leurs besoins mais également à prévoir les éventuels flux d'entrée et sortie de fonds qui vont venir modifier le montant de l'actif à gérer. Cette phase aboutit à la définition d'une allocation stratégique d'actifs. La seconde étape, de mise en œuvre, passe par un investissement sur des titres en direct ou encore sur des OPCVM purs, c'est-à-dire pleinement investis sur la zone considérée, et au risque contrôlé. La dernière étape, essentielle, consiste à surveiller la chaîne du risque. Le *reporting* tient, à cet égard, un rôle primordial. Il doit permettre de s'assurer qu'à aucun stade du processus il n'y a de dérive du portefeuille par rapport à l'allocation théorique. Pour cela, on compare la performance du portefeuille de l'investisseur à la performance de l'allocation théorique, c'est-à-dire à un indice composite formé des indices de chacun des marchés représentés. Les différences de performance doivent pouvoir être expliquées en détaillant, compartiment par compartiment, l'origine des écarts de performance par rapport au *benchmark*. Le *reporting* doit également être en mesure de fournir un suivi des différents coûts qui viennent grever la performance finale. Selon la périodicité du *reporting* définie avec l'investisseur, on suit enfin la progression du portefeuille par rapport aux courbes de rentabilité minimale, médiane, et maximale calculées à l'origine. C'est un moyen simple et pratique de visualiser la congruence de la performance de l'allocation avec les objectifs anticipés. A cette étape, les outils quantitatifs ont déjà fourni tous les éléments pour expliquer la performance et les écarts. L'attribution de performance, si importante pour l'investisseur, en découle naturellement.

223

A quel type d'investissements ce processus est-il adapté ?

Ce processus de gestion s'adapte à toutes les exigences des investisseurs institutionnels pour peu que celles-ci ne soient pas formulées sur un horizon de placement trop proche. L'allocation stratégique d'actifs par une approche quantitative a pour objet d'identifier les portefeuilles dont la composition s'adapte au mieux à la problématique de l'investisseur. Elle répond à des demandes aussi variées que la mise en place de plans d'épargne-retraite, d'une gestion pour une institution de prévoyance, d'assurance-vie, d'indemnités de fin de carrière ou encore, de fonds de pension. De même, il est possible d'associer une gestion quantitative à une gestion traditionnelle dans le cadre d'un contrat de coeffectance. Si un investisseur dispose d'un savoir-faire reconnu en matière de sélection de valeurs sur une zone spécifique, il est possible, à l'aide d'outils quantitatifs, de structurer un portefeuille, c'est-à-dire de gérer le

risque de celui-ci, tout en intégrant les choix de titres. Gestions traditionnelle et quantitative se trouvent ainsi non seulement réconciliées mais aussi mutuellement enrichies. Au final, quelle que soit la problématique de l'investisseur, la discipline quantitative offre, grâce à un processus d'investissement des plus rigoureux, la garantie d'une sécurité accrue et d'une performance régulière.