

Recherche

# Multigestion : de nouvelles avancées techniques voient le jour



**BERNARD BECHETOILLE**  
Membre de  
la Commission  
des techniques  
de gestion  
AFG-ASFFI

*Une analyse critique des méthodes actuelles de multigestion, comme le fund picking ou la gestion globalisée des portefeuilles, en montre les insuffisances. D'autres méthodes permettent une meilleure évaluation des déformations des comportements dans le temps.*

PENDANT DES DÉCENNIES, TOUTES les institutions fournissant des services de gestion ont fait campagne, et le plus souvent à grands frais, pour convaincre les investisseurs de la supériorité de leurs prestations. Depuis deux ou trois ans, les mêmes institutions font appel pour séduire leurs clients, à la gestion des autres : cela s'appelle la multigestion.

**MULTIGESTION : OPÉRATION MARKETING OU AVANCÉE TECHNIQUE ?**

Depuis un demi-siècle, tous les chercheurs, qu'ils soient universitaires ou au service des grands établissements de gestion, s'accordent sur le fait que les marchés sont aujourd'hui structurellement efficaces. Ceci ne veut pas dire que les marchés ne changent pas d'avis, mais que les cours à un instant donné reflètent si bien l'information disponible, qu'il n'y a pas de meilleure prévision du cours du lendemain que le cours du jour. Dans un tel contexte de transparence et d'imprévisibilité, la valeur ajoutée des composantes tradi-

tionnelles de la gestion (*stock picking* et *market timing*) tend, quoi qu'en disent les publicités, par construction vers zéro et paradoxalement un chimpanzé peut, dans ces conditions, faire aussi bien que le plus réputé des gestionnaires !

Les institutions ont pour faire face à cette situation, deux stratégies possibles : la course à la croissance (économies d'échelle) permettant de compenser par le volume la perte de valeur ajoutée, ou le déplacement du service rendu de la prévision à la gestion de l'incertitude. Curieusement, l'une et l'autre conduisent mécaniquement à la multigestion, la première par l'opportunité que représente, en termes de *mass-marketing*, l'image rassurante du rassemblement des

“ Les fonds dits «multigérants» sont loin d'obtenir des résultats brillants. ”

«meilleurs gérants du monde» ; la seconde constitue techniquement un moyen efficace pour construire des portefeuilles permettant, quoi qu'il arrive, d'obtenir des résultats conformes aux besoins de l'investisseur.

Si les chemins qui conduisent à la multigestion sont clairs, les méthodes utilisées dans l'un et l'autre cas le sont moins et se limitent le plus souvent aux concepts de *fund picking* ou de *manager picking*. Les processus de multigestion se regroupent aujourd'hui autour de trois grands schémas.

**ANALYSE CRITIQUE DES MÉTHODES UTILISÉES EN PRATIQUE**

La multigérance consiste à choisir les meilleurs gérants et à leur confier un mandat pour la partie du portefeuille où ils sont censés exceller. La grande question est de savoir ce que signifie le concept de «meilleur» en matière de gestion. La simple observation montre que les fonds dits «multigérants» sont, en pratique, loin d'obtenir des résultats brillants. Il y a à cela une raison fondamentale. Cette approche repose sur le principe de base que c'est la compétence des gérants qui compte et que celle-ci se fonde sur leur capacité à avoir un meilleur *stock picking* ou un meilleur *market timing* que leurs voisins : ce que dit la théorie, et les résultats obtenus en pratique sont de nature à le confirmer, c'est que l'un et l'autre, en raison même de l'excel-

lence des opérateurs, sont, en espérance, des activités à valeur ajoutée nulle : il n'est bien évidemment pas exclu qu'elles procurent de temps à autre des résultats positifs, mais ceux-ci sont par nature aussi éphémères et aléatoires que ceux d'un joueur de casino. Ce point est évidemment dérangeant mais il fonde les développements récents en matière de gestion de portefeuille et en particulier la gestion alternative.

Le *fund picking* est l'approche la plus répandue. Elle trouve son épanouissement dans tous les domaines, y compris celui de la gestion alternative. Elle comprend généralement deux phases : une présélection quantitative et une sélection finale sur la base d'une approche dite qualitative.

Les méthodes quantitatives utilisées se limitent généralement à l'examen des palmarès (performances passées), des *tracking errors*, des fonds benchmarkés, des ratios de Sharpe (réponse à la question : est-ce que la performance a été, sur une période donnée, significativement différente de celle de l'actif sans risque ?), ou des ratios d'information (réponse à la question : est-ce que la performance a été sur une période donnée, significativement différente de celle du

benchmark ?). Ce qui est frappant en pratique, c'est la méconnaissance quasi générale de la signification statistique des indicateurs utilisés et de leurs conditions de validité, en particulier la stabilité des comportements qui n'est jamais vérifiée : les résultats sont évidemment peu brillants (encadré 1).

Il n'est pas étonnant, dès lors, que l'accent soit mis dans cette approche sur l'importance de la partie qualitative. Mais, dans ce domaine, le danger est d'être rassuré par la description de procédures idéales dont il est difficile de vérifier qu'elles sont effectivement appliquées.

#### LE TALON D'ACHILLE DE LA GESTION GLOBALISÉE DU PORTEFEUILLE

La gestion globalisée du portefeuille est une conception de la multigestion techniquement plus sérieuse, aussi bien pour la présélection des Opcvm que pour l'optimisation globale du comportement du portefeuille, ce qui au terme de la théorie, constitue l'essentiel de la valeur ajoutée.

Le Talon d'Achille des méthodes utilisées en pratique (Barra, Aptimum), est qu'elles reposent sur une hypothèse de stabilité des processus qui n'est jamais vérifiée : les

sensibilités des lignes comme les inter-réactions des lignes entre elles (matrice de covariance) ne sont évaluées que par des «moyennes» calculées sur un passé révolu.

Cela est sans importance quand il s'agit de décerner des prix ou des lauriers sur la gestion passée, mais la chose est rédhitoire dès lors que l'on a pour fonction de gérer des portefeuilles réels : comme on l'illustrera plus loin, il y a là une source majeure d'erreurs de jugement que ni les évaluations glissantes ni les analyses multifactorielles ne sont en mesure de corriger.

#### DES SOLUTIONS AUX PROBLÈMES D'INSTABILITÉ DES PORTEFEUILLES

La recherche s'est efforcée depuis quelques années de trouver des solutions aux problèmes d'instabilité du comportement des portefeuilles. La société Equus a développé depuis dix ans sur le plan théorique et mis en pratique sur un grand nombre de portefeuilles (2 500 Opcvm et 500 portefeuilles clients), un certain nombre de principes de base qui constituent une avancée technique dans le domaine de la multigestion.

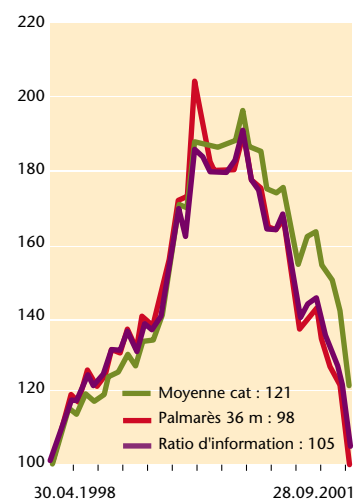
Elle distingue en premier lieu le comportement à la hausse du comportement à la baisse du marché de référence (dissymétrie des sensibilités). Ce changement est apparemment anodin et sa justification initiale était purement marketing (il est plus facile d'expliquer à un investisseur, une gestion en termes d'aptitudes à tirer parti des hausses et à se protéger des baisses du marché que de le faire avec des alphas et des bêtas). Il s'est révélé sur le plan technique fondamental. D'abord parce que, résultat de la théorie de l'information, le signe véhicule à lui seul les deux tiers de l'information. Ensuite, sur le plan économétrique, la spécification du modèle sous cette forme dissymétrique autorise des estimations structurellement fiables.

Enfin, la dissymétrie des sensibilités permet d'analyser les gestions alternatives qui, étant par

## 1. Les limites du *fund picking*

Résultats sur les trois dernières années, de portefeuilles actions françaises constitués systématiquement au début de chaque mois des six meilleurs Opcvm selon leur performance passée (sélection palmarès) et leur ratio d'information calculés sur les 36 derniers mois connus.

La sélection palmarès obtient une performance de -2 % et la sélection ratio de gestion, de +5 % contre 21 % pour la moyenne de la catégorie et +26 % pour l'indice SBF 120. Fait aggravant, ces résultats sont obtenus avec une volatilité qui n'est pas inférieure à celle de l'indice.



structure globalement décorréliées avec tout benchmark, échappent à la quasi-totalité des approches traditionnelles.

En second lieu, ces nouveaux développements prennent acte du fait que les sensibilités, non seulement, ne peuvent être considérées comme stables dans le temps (comme les approches habituelles le présupposent), mais encore que leur évolution ne peut se modéliser que par des processus stochastiques non stationnaires. Tout cela peut paraître très compliqué mais en pratique signifie que les sensibilités moyennes calculées par les méthodes classiques sur une période passée ne peuvent pas donner d'indication sérieuse sur le comportement à venir du portefeuille. Cette lacune est sans lien avec une insuffisance du nombre de facteurs explicatifs mis en œuvre comme l'ont imaginé ROSS (APT) et Barr Rosenberg (BARRA), mais touche à la nature aléatoire et instable, par structure, des sensibilités dans le temps.

En troisième lieu, cette démarche a développé des méthodes d'estimation dérivées de l'utilisation des filtres de Kalman, adaptées à cette réalité complexe. Leur objet est de fournir de façon dynamique, à tout instant, une prévision du comportement à venir du portefeuille étudié plus réaliste que le comportement moyen sur une période passée qui est utilisé habituellement (*encadré 2*).

Enfin, elle fait appel aux techniques d'optimisation du portefeuille, qui grâce aux puissances de calcul désormais disponibles, peuvent être approchées sur la base d'une modélisation évolutive et glo-

**“ Les sensibilités moyennes calculées sur une période passée ne peuvent pas donner d'indication sérieuse sur le comportement à venir du portefeuille. ”**

## 2. Une meilleure détection de la déformation des sensibilités

Les trois graphiques ci-contre illustrent la capacité des algorithmes développés par Equus pour la détection de la déformation des sensibilités aux fluctuations du marché dans le temps.

- Le premier graphique donne un exemple d'évolution sur 36 mois de sensibilités à la hausse (vert) et à la baisse (rouge) d'un portefeuille.
- Les deux suivants, la détection qui en est faite par les méthodes traditionnelles et par la méthode Equus : les premières recherchent la valeur qui, sur la période, explique le mieux, en moyenne, la variance ; la seconde permet de détecter les modifications structurelles des sensibilités sur la période et donnent, in fine, une évaluation très proche des sensibilités réelles actuelles.

bale du portefeuille, plutôt que sur la base habituelle d'une modélisation figée de chacun de ses composants.

### DES PUISSANCES DE CALCULS AUJOURD'HUI SUFFISANTES

La théorie moderne du portefeuille dit que le marché, du fait même de l'excellence des opérateurs, est imprévisible. Gérer ne consiste plus, dès lors, à essayer de deviner ce que sera demain, mais à aménager la composition des portefeuilles de façon à ce que ces derniers réagissent convenablement pour l'investisseur, quelles que soient les fluctuations du marché.

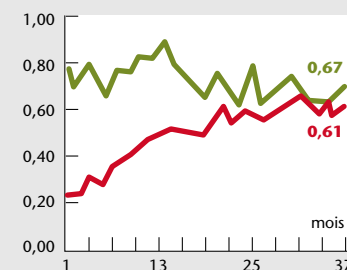
La difficulté de base dans cet exercice est que les comportements varient beaucoup au fil du temps, pas seulement à cause des gestionnaires ou du contenu des portefeuilles qu'ils gèrent, mais aussi en fonction des cycles économiques et des modes du marché : être capable

d'en évaluer les déformations dans le temps et d'en faire une prévision acceptable conduit à des différences dans les résultats considérables, surtout si on l'applique au comportement global du portefeuille comme la théorie l'indique ; les puissances de calculs aujourd'hui disponibles permettent de le faire simplement.

Nous sommes là, très loin de ce que certains promoteurs vendent aujourd'hui sous le nom de multigestion, mais nous ne doutons pas que c'est cela que seront, demain, en droit d'exiger les investisseurs. ■

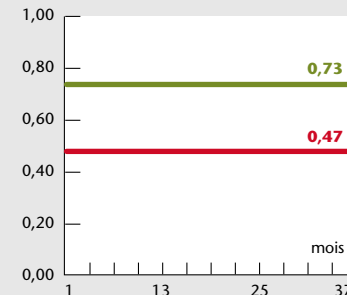
#### Comportement réel

Evolution sur 36 mois des sensibilités



#### Estimation traditionnelle

Evolution sur 36 mois des sensibilités



#### Estimation EQUUS

Evolution sur 36 mois des sensibilités

