

GESTION D'ACTIFS

Multigestion : une sélection de gérants fondée sur les facteurs de risque

LÉ CONCEPT DE LA MULTIGESTION, encore inexistant en France il y a quelques années, a été élaboré aux Etats-Unis il y a trente ans. Il consiste en une sélection des meilleurs gérants internationaux et vise à dynamiser la performance tout en contrôlant le risque.

XAVIER PARAIN
Directeur
de l'ingénierie financière

JULIE DECHAUME
Département
de l'ingénierie financière

Ecureuil Gestion

Plusieurs gérants se partagent ainsi la gestion d'une même classe d'actifs et d'une même zone géographique, en apportant leur propre approche de gestion. Le constat a été fait que les performances de différentes approches de gestion variaient en fonction des cycles de marché. Sur le long terme, aucun « style » ne surperforme durablement, tandis que sur le court terme, le choix d'un style de gestion peut fournir une source de diversification et de performance additionnelle. La combinaison des différents styles permet ainsi d'obtenir une décorrélation, de lisser les cycles de marché et de réduire le risque du portefeuille ainsi constitué. Selon les définitions américaines, les styles les plus fréquents sont l'approche *value* et *growth*. Les gérants *value* cherchent à acquérir des titres sous-évalués, c'est-à-dire dont le cours est inférieur à la valeur intrinsèque de la société. Les gérants *growth* privilégient, quant à eux, les valeurs dont les bénéfices ont le potentiel de croissance le plus élevé. La décorréla-

La sélection des gérants ne peut se faire ni de manière exclusivement quantitative, ni de façon entièrement qualitative. Ecureuil Gestion a développé une méthode qui replace des critères qualitatifs au sein d'une approche quantitative. L'uniformisation générale des processus de gestion ne facilite pas ces démarches.

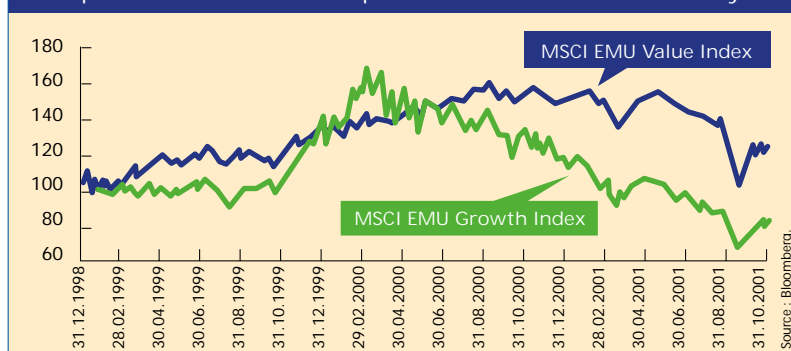
tion de ces styles de gestion (graphique) est liée, en partie, au biais technologique qu'ont eu les gérants *growth*, notamment en 1999. Mais la distinction reste aujourd'hui pertinente puisque les deux styles correspondent à deux univers d'investissement différents. MSCI (Morgan Stanley Capital International), premier fournisseur d'indice mondial a séparé le monde des actions en deux, en créant des indices *growth* et *value*. Les gérants intervenant sur ces deux univers, ont par construction des portefeuilles peu corrélés. Pourquoi rechercher des styles décorrélés ? Les règles probabilistes classiques nous apprennent qu'un portefeuille constitué

de deux actifs, lorsqu'ils sont décorrélés, est 1,4 fois (le vrai facteur est racine(2)) moins risqué qu'un portefeuille constitué de ces deux mêmes actifs lorsqu'ils sont corrélés.

LA SÉLECTION DES GÉRANTS ENTRE DEUX EXTRÊMES

Dans le but fixé de la multigestion d'offrir des portefeuilles plus performants, avec un risque maîtrisé, la tentation a dès lors été très forte de retenir une approche purement statistique dans la sélection des gérants. Ainsi, en sélectionnant des gérants performants et suffisamment bien décorrélés, tant la performance que le risque étaient optimisés. Des techniques comme

Exemple sur les actions européennes : décorrélation des styles



l'analyse en composante principale appliquée aux performances des gérants ont été testées. Le gros risque de cette approche quantitative de la sélection est d'accorder un poids trop important au passé, sans analyse qualitative. Le risque inverse est d'utiliser une méthode purement qualitative en sélectionnant avec un regard de gérant, c'est-à-dire soit sur la meilleure façon de gérer, soit sur ce qu'il faut penser des marchés financiers. Pour réconcilier ces deux extrêmes, l'approche qui va être exposée remplace des critères qualitatifs au sein d'une approche quantitative.

Pour gagner en décorrélation, il est aujourd'hui important de bien identifier les techniques de gestion et plus exactement les facteurs de risque associés à chaque technique de gestion. Une notion nouvelle apparaît ainsi : la décomposition en facteurs de risques principaux. Cette décomposition est essentielle pour déterminer le risque futur d'un gérant sélectionné dans de la multigestion, et sa décorrélation avec ses pairs. A la fin de cette analyse, la pondération à accorder à chaque gérant pourra être faite en fonction des facteurs de risques principaux identifiés. Ainsi, deux gérants ayant la même technique de gestion se verront attribuer chacun un poids plus faible qu'un gérant avec un facteur de risque complètement indépendant.

IDENTIFIER LES FACTEURS DE RISQUE PRINCIPAUX

La première grande distinction intervient entre les gérants quantitatifs qui pensent que toute l'information existe sur les marchés financiers et qu'il est uniquement nécessaire de la retravailler avec le bon modèle mathématique afin de bien gérer, et les gérants qualitatifs pour lesquels l'homme est irremplaçable pour une prise de décision.

La taille de l'équipe, ensuite, est un facteur de risque principal pour les cas extrêmes, c'est-à-dire lorsque l'équipe repose sur une

seule personne, ou lorsque la décision repose sur un collège nombreux. Lorsque la gestion se fait avec une équipe trop étoffée, la prise de décision peut être longue, et moins tranchée.

La méthode et les marchés de diversification dans l'univers principal de gestion constituent un autre facteur de risque. Pour des gérants sur une même zone, les techniques de diversification peuvent séparer suffisamment les gérants et créer des facteurs de risque principaux. Par exemple, dans l'univers de la gestion obligataire, la diversification peut se faire sur un marché «exotique» soit en raison de sa technicité ou de son appartenance géographique.

Une trentaine de critères peuvent ainsi être déterminés en fonction des classes d'actifs et des régions concernées.

L'UNIFORMISATION DES PROCESSUS DE GESTION

Les difficultés de mise en œuvre aujourd'hui d'une telle méthodologie, sont liées à l'uniformisation des processus de gestion. La rotation rapide des équipes et la présence de plus en plus de consultants ou de sélectionneurs de multigestion expliquent qu'il devient difficile de trouver des portefeuilles gérés de manière originale. L'approche par facteur de risque principaux ne doit pas être figée mais être revue régulièrement (environ tous les ans) pour vérifier les dégénérescences éventuelles de corrélations autant que les évolutions de processus de gestion. La technique de sélection exposée ici permet de proposer une sélection quantitative dans la construction d'un portefeuille de gérants vraiment complémentaires. Cette notion permet de construire un portefeuille robuste, sans apporter de biais sur la sélection d'un style de manière excessive et surtout sans avoir d'idée a priori sur «la meilleure manière de gérer». ■