

Compte rendu de l'Université d'été de l'Asset Management 2016

Par Emmanuel Schafroth

Après les taux bas (2014) et la liquidité (2015), la troisième édition de l'Université d'été de l'Asset Management (UEAM) s'est intéressée, le 31 août 2016, à la place de la gestion modélisée dans l'environnement actuel. Un thème cher à la House of Finance lancée par Paris-Dauphine en 2015 : un lieu de rencontre du secteur financier se fondant à la fois sur une légitimité académique et un ancrage fort avec la réalité du terrain, a rappelé en préambule Elyes Jouini, vice-président de l'Université.

Gestion fondamentale vs gestion modélisée : quelles différences ?

La gestion modélisée, dite aussi structurée ou quantitative, est souvent opposée à la gestion traditionnelle, ou fondamentale. « L'image souvent utilisée est celle d'une gestion fondamentale qui serait un art quand la gestion modélisée serait une science », a ainsi rappelé Gaëlle Le Fol, professeur de finance à Paris-Dauphine. Une manière de critiquer la gestion traditionnelle comme étant peu fiable car insuffisamment étayées par des preuves scientifiques. Au-delà de ce débat philosophique, on peut aussi voir une différence d'approche : « La gestion fondamentale analyse les fondamentaux micro-économiques des sociétés pour faire des paris individuels sur celles susceptibles de générer les meilleurs rendements, tandis que la gestion modélisée fait des paris sur des tendances, en s'appuyant sur des caractéristiques qui ont fait la preuve de leur performance dans le temps et sur la diversification », a poursuivi Gaëlle Le Fol. La crise financière de 2007-2009 a donné un coup d'arrêt à la gestion modélisée, avec notamment ce qui a été appelé la « débâcle des quants » en 2007. « La crise a permis de faire le ménage et les stratégies intègrent mieux le risque aujourd'hui », a cependant indiqué. Le professeur a aussi tenu à battre en brèche l'idée reçue que la modélisation financière n'attirerait plus de profils intéressants, tout en citant une récente conférence du chercheur Paul Wilmott. Celui-ci estime que la finance est un champ privilégié pour la recherche mathématique, n'étant pas contraint par des lois fondamentales comme la physique ou la chimie. Aucun modèle ne sera donc parfait et la gestion modélisée a donc un brillant avenir si elle sait donner libre cours à une certaine créativité.

La gestion modélisée attire-t-elle les flux des investisseurs ?

Les taux bas incitent les investisseurs à reprendre du risque alors que leurs marchés traditionnels (actions, obligations) sont tout sauf bon marché : un contexte plutôt favorable aux gestions quantitatives smart beta, qui permettent une grande diversification. C'est ce qu'a rappelé Jean-François Bay, directeur général de Morningstar France. Et cela se traduit dans les flux. « Alors qu'entre 2012 et 2015 la collecte des fonds actions était répartie entre gestions passives et actives, on a vu clairement en 2016 l'engouement pour la gestion modélisée perdurer alors qu'il se tarissait

sur la gestion fondamentale, a remarqué Jean-François Bay. Soucieux de retrouver de la visibilité, les investisseurs institutionnels n'exigent plus des gérants d'actifs une simple obligation de moyens (une gestion fondamentale qui essayait de battre l'indice) mais une obligation de résultat (une sélection de valeurs moins volatiles, par exemple). »

La gestion passive représente déjà 40% de l'industrie de la gestion aux Etats-Unis et 20% en Europe, et les stratégies modélisées « smart beta » deviennent de plus en plus « mainstream ». Entre 2012 et 2016, leur part de marché est passée de 1 à 4% aux Etats-Unis et de 0,1% à 0,7% en Europe, soit des actifs de 50 milliards d'euros sur le vieux continent. « On voit une accélération des flux de collecte qui avoisinent les 10 milliards de dollars par mois aux Etats-Unis et environ 1 milliard en Europe, quels que soient les événements de marché », a précisé Jean-François Bay. Les stratégies préférées des investisseurs ? Les actions à hauts dividendes utilisées comme substitut à l'obligataire et les actions « faible volatilité » (low vol) pour atténuer la volatilité d'une classe d'actifs offrant aujourd'hui des espérances de rendement plus faibles. « Le succès de cette dernière catégorie de fonds appelle à la prudence quant à un éventuel risque de recorrélation », a prévenu Jean-François Bay.

Gestion modélisée : où en sont les investisseurs finaux ?

Tous les utilisateurs potentiels de la gestion modélisée ne sont pas également familiers avec le sujet, y compris du côté des institutionnels. Michel Manteau, responsable de la gestion de portefeuille de la Caisse autonome de retraite des médecins de France (CARMF) a rappelé lors des débats qu'après avoir testé la gestion flexible, il avait développé au sein de sa gestion l'approche « minimum variance » en satellite de son cœur de portefeuille. « Cela représente à ce jour 23% de nos portefeuilles actions et génère des performances supérieures à l'indice avec moins de volatilité », s'est-il félicité. Pour Roger Caniard, directeur financier de la Mutuelle d'assurance des professionnels de santé (MACSF), les produits de gestion modélisée que peuvent proposer les asset managers n'ont au contraire pas leur place dans le portefeuille. « Chez nous, la modélisation se fait uniquement au niveau de la gestion actif-passif, qui détermine les bornes de fluctuation de chaque classe d'actifs selon une approche en trois dimensions : rendement, risque et consommation en capital réglementaire. » Jean Eyraud, président de l'Association française des investisseurs institutionnels, a abondé dans ce sens, confirmant que l'allocation d'actifs était le premier endroit où la modélisation a sa place. Il a toutefois estimé que l'offre de gestion quantitative avait de plus en plus sa place au sein des gestions institutionnelles. « Les investisseurs n'ont pas toujours intérêt à réaliser les plus-values latentes dans leurs portefeuilles, pour diverses raisons, et les décisions de gestion prennent souvent du temps, a-t-il expliqué. Une solution est de diviser le portefeuille en strates : une strate de long terme rassemblant l'immobilier, l'obligataire ou encore un cœur de portefeuille indicel, une strate de moyen terme permettant d'apporter des ajustements, enfin des paris de court terme (3 à 6 mois). C'est dans ces deux derniers cas que la gestion modélisée peut être utile. »

Olivier Héreil, directeur des gestions d'actifs de BNP Paribas Cardif, est intervenu pour dire que les stratégies modélisées (volatilité contrôlée et stratégies multifactorielles) montaient en puissance dans ses portefeuilles et surtout se féliciter d'une des conséquences de ce retour du « quant » : « cela signe le retour du métier de la recherche financière au cœur de la gestion d'actifs, ce qui est un apport méthodologique important au moment où 40% de la capitalisation obligataire

européennes est à taux nuls ou négatifs, ce qui inverse les polarités », a-t-il rappelé. Il faut entendre par là que les investisseurs regardent le risque avant le rendement. Or, plusieurs professionnels présents à l'UEAM sont tombés d'accord pour voir dans la gestion modélisée sinon une capacité à générer des signaux d'alerte sur les marchés, tout comme les moustaches du chat le renseignent sur son environnement, pour reprendre une image utilisée par Jean Eyraud. Autre conséquence du retour des quants : « c'est la fin de la dictature des indices de marché dans la gestion », estime Olivier Héreil.

Mais la gestion modélisée n'intéresse pas que les institutionnels et tend à se propager jusqu'à l'investisseur particulier. « La réglementation va laisser de moins en moins de place au conseiller financier et lui demande de plus en plus de tracer ses actes, ce qui est un facteur de développement », a ainsi indiqué Roger Caniard, même s'il a prévenu que le développement des robo-advisors générerait son lot de déceptions. De fait, un acteur plus classique de la gestion privée comme Financiale Gestion Privée, représenté à l'UEAM par son associé-fondateur Pierre-Antoine Poussier, fait déjà une large place au quantitatif dans les allocations d'actifs qu'il propose à ses clients. « La gestion modélisée était inexistante pour nous il y a 5 ans, mais approche aujourd'hui des 15% et nous avons l'ambition de l'utiliser à terme comme cœur de portefeuille, a-t-il précisé. C'est pour nous un outil d'anticipation qui nous permet d'arbitrer nos autres investissements. » Des ETF et de la gestion quantitative à côté du fonds en euros, d'un peu d'immobilier et de produits générant des revenus, voilà à quoi pourrait ressembler demain l'allocation proposée par Financiale.

Une petite histoire des modèles financiers

Discipline encore jeune, la modélisation a déjà connu plusieurs vies, comme l'a rappelé dans son exposé Pierre Hervé, directeur de la gestion de Convictions AM. Tout a commencé avec des modèles explicatifs fondés sur des variables dites causales. « On recherchait les facteurs qui faisaient bouger les marchés (les taux courts, la masse monétaire) pour en déduire des prévisions », a rappelé Pierre Hervé. Dès le début des années 1990, les limites apparaissent lorsqu'on découvre que les corrélations observées par le passé sont instables. Autre problème : celui des corrélations croisées, comme entre dollar et pétrole, par exemple.

Comme il ne sert à rien aujourd'hui de connaître les bons numéros du loto d'hier, des modèles itératifs sont arrivés. « Les réseaux de neurones fournissent un modèle qui va modifier ses erreurs par « rétro propagation », en modifiant le poids des variables : le modèle apprend en cours de route, parfois jusqu'à l'excès », a résumé Pierre Hervé. Autre approche : celle des arbres de décisions où l'on cherche si une variable particulière, à un moment donné, explique bien le marché, avant de comprendre comment, dans certaines configurations, une autre variable explique la première, etc. « De telles approches permettaient de découvrir des corrélations mais restaient instables », a assuré Pierre Hervé.

D'autres modèles, cherchant à déterminer une allocation d'actifs, ont eu un succès certain, à commencer par celui de Markowitz, utilisé entre les années 1980 et les années 2000, ou celui de Black-Litterman, qui permet d'exprimer des préférences (pour les actions US vs les actions européennes, par exemple) plus que des prévisions, l'inconvénient étant qu'une modification de la pondération de la matrice de corrélation utilisée pouvait peser lourdement sur les résultats.

« Aujourd’hui, la modélisation se veut plus modeste, avec une approche statistique, plus descriptive que causale, a conclut Pierre Hervé. En cherchant à ne pas perdre plutôt qu’à gagner beaucoup, on obtient finalement de meilleurs résultats. » Une modestie que Louis Bachelier cultivait déjà en 1900 en affirmant qu’il était impossible d’espérer une prévision mathématiquement parfaite des mouvements boursiers.

Gestion modélisée : quelle offre de la part des asset managers ?

Si elle est plus développée dans les stratégies actions, la gestion modélisée peut trouver sa place dans toutes les classes d’actifs, comme l’a démontré l’intervention des différents gérants d’actifs invités à s’exprimer à l’UEAM 2016. Jan de Koning, spécialiste de la gestion quantitative actions chez Robeco, est ainsi revenu sur l’historique déjà significatif de sa maison de gestion en la matière. « Nous avons démarré il y a 20 ans par la gestion value et l’anomalie de faible volatilité », a-t-il rappelé. Si les premiers clients avaient une vision relative du risque (par rapport à un benchmark), Robeco gère depuis 2005 des portefeuilles non contraints. Le cœur de l’expertise de la gestion réside dans la qualité de l’équipe de recherche, les gérants étant finalement confinés à un rôle d’exécution. Sur la stratégie phare, baptisée « Conservative Equities », Robeco ne se focalise pas sur la seule observation du passé mais essaie d’anticiper les risques futurs. « Nous regardons certes les corrélations existantes mais nous les utilisons comme un cuisinier doit utiliser le sel... un peu mais pas trop », a expliqué Jan de Koning. Les actions d’un univers sont ainsi classées sur plus de 25 critères et c’est ce classement qui sert de base à la constitution du portefeuille : une logique bien différente de l’approche « min var ». « Notre processus de gestion reste simple et nous savons toujours expliquer au client pourquoi nous avons acheté tel titre », a ainsi résumé le gérant. Pour lui l’avenir de son métier consistera à savoir intégrer à une telle méthode des critères spécifiques à chaque client, à l’exemple de ce que peuvent être les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG).

Plus récente, l’approche modélisée sur l’univers obligataire se développe, malgré une complexité méthodologique évidente puisqu’il va falloir apparier les données des émissions obligataires avec celles des entreprises émettrices dans le cas du corporate. Thomas Heckel, responsable de l’ingénierie financière de BNP Paribas IP/THEAM, a ainsi exposé ses travaux sur l’investissement factoriel obligataire. « En analysant sur la période 1997/2012 plus de 85.000 titres obligataires émis par tous types d’émetteurs dans différentes devises, nous avons mis en évidence que les obligations présentant le moindre risque, celui-ci étant mesuré par le DTY (duration multipliée par le rendement), sont aussi celles qui génèrent la meilleure performance, quel que soit le segment du marché obligataire considéré », a expliqué Thomas Heckel. L’anomalie de faible volatilité constatée sur les actions trouve ainsi sa correspondance dans les actifs de taux, ce que Thomas Heckel attribue à des causes similaires, comme l’effet de familiarité lié à la popularité de certains émetteurs.

Les travaux de BNP Paribas IP/THEAM sur le spread des obligations conduisent aussi à la conclusion que sont les spreads médians qui apportent la meilleure performance, ce qui peut cette fois être rapproché du facteur « value » dans le domaine des actions. « Lorsque le rendement est trop élevé, les titres sont très demandés, ce qui aboutit à un moindre rendement/risque », a conclu Thomas Heckel.

Même dans le domaine de la gestion alternative, la gestion modélisée trouve son application. Luc Dumontier, responsable de l'investissement factoriel de La Française GIS, dernier gérant à s'exprimer lors de l'UEAM 2016, a ainsi expliqué comment il constitue des portefeuilles en combinant des primes de risques et en ramenant aussi près de zéro que possible l'exposition au marché. « Le plus important est de combiner des primes de risque très décorrélées entre elles, même si leur ratio de Sharpe individuel est assez modeste », a-t-il avancé. Si les gérants ayant tenté ce genre d'approche n'ont pas toujours réussi, c'est notamment à cause du risque de recorrélation souvent constaté en période de crise et qui va se traduire par une volatilité des performances bien plus importante que celle « calibrée » initialement. « Parfois, il arrive aussi que des actifs très différents soient porteurs de la même prime de risque : en 2015, les actions value et le carry devises exposaient au même risque, celui de la croissance chinoise et américaine », a encore expliqué Luc Dumontier. Sa stratégie va ainsi consister à choisir des arbitrages qui ne sont pas exposés aux grandes tendances de la classe d'actifs, comme de jouer le dollar australien contre le dollar néozélandais, voire d'autres plus sophistiqués : volatilité de l'or contre volatilité de l'argent, par exemple. « Les stratégies « risk premia » sont séduisantes mais la façon dont on les implémente reste la clé », a-t-il conclu.

Fondamental vs modélisé : Euronext France, un opérateur agnostique

Invité à conclure les débats de l'UEAM 2016, Anthony Attia, PDG d'Euronext France, s'est en quelque sorte voulu le défenseur d'une biodiversité de la gestion financière. « La gestion passive est évidemment un challenge pour la gestion active mais il faut voir la troisième voie que constitue le smart beta comme un instrument de plus dans la boîte à outils : aucun indice aussi intelligent soit-il ne remplace un bon gérant », a-t-il affirmé. Alors que le secteur subit ce qu'il a appelé un « tsunami réglementaire », il a réaffirmé la volonté d'Euronext d'accompagner la désintermédiation en fournissant de plus en plus de service aux acteurs de la gestion d'actifs. « Il y a 700 ETF cotés sur Euronext et notre ambition est de constituer une plateforme européenne low cost pour devenir numéro un européen de ce marché, a rappelé Anthony Attia. Mais notre projet Euronext Fund Services qui sera lancé d'ici fin de l'année va constituer une offre unique au monde permettant une cotation des fonds de gestion active. » Autre projet en cours : la fourniture d'indices en open source pour permettre aux utilisateurs une configuration sur mesure.

Permettre une distribution low cost des fonds français et renforcer leur compétitivité en Europe est un enjeu de place : et le Brexit, qui peut permettre le rapatriement sur le continent de certaines activités financières, est perçu comme source potentielle d'opportunités par le dirigeant de l'opérateur de marché parisien. « Nous avons déjà su faire revenir du Luxembourg les cotations des obligations privées, il peut en être de même pour les fonds », a-t-il conclu.