

L'attribution de performance, outil de pilotage des portefeuilles

Le but est de s'assurer que les risques de sur ou sous-pondération ont été rémunérés. Les multigérants évaluent aussi l'effet de la diversification.

PAR FLORENT BERTHAT

La performance d'un gérant de fonds diversifié dépend-elle de la qualité de sa sélection de valeurs, son *stock-picking*, ou de celle de son allocation d'actifs ? Un bon choix de titres (ou de fonds pour un gérant de fonds de fonds) peut-il compenser des erreurs en termes de classes d'actifs ? « Il y a bien deux sources de rendement, répond Christophe Belhomme, directeur des investissements de FundQuest (BNPP IP). Le *'stock'* ou *'fund-picking'* et les paris d'allocation tactique, la sur ou sous-pondération de chaque classe d'actifs, de chaque zone géographique ou de chaque devise. Surtout, le gérant cherche à équilibrer les risques entre ces deux sources de performance afin de réduire le risque global et de maximiser la probabilité de surperformance. » Aussi, il est de plus en plus indispensable de se doter d'outils à même de permettre un pilotage efficace des portefeuilles.

Décomposer la performance

De ce point de vue, les gérants ont en premier lieu recours aux outils d'attribution de performance. « Il s'agit de s'assurer *ex post* que les risques pris ont généré des résultats positifs, que les performances des différentes poches sont en ligne avec le niveau de risque qui avait été défini, afin de mieux contrôler les dérapages, précise Christophe Belhomme. Outil de veille, l'attribution de performance permet de vérifier sur la durée que les performances sont proportionnelles aux risques alloués. » Chez Allianz Global

Les fonds de fonds peinent à surperformer

« Les fonds de fonds sont des OPCVM gérés par des professionnels capables de sélectionner les meilleurs fonds d'investissement du marché, leur gestion tient à la diversification et à la sélectivité », définit l'Association française de la gestion financière (AFG) à l'occasion d'une étude sur la performance des fonds de fonds des catégories actions Europe et actions monde, de janvier 2000 à juin 2009. Pourtant, les auteurs reconnaissent que, sur cette période de près de dix

ans, « les performances nettes de frais de la multigestion sont comparables à celles de la gestion directe » (même si les fonds de fonds réagissent mieux dans des marchés baissiers ou à forte volatilité). Un résultat qui laisse à penser que l'influence de l'allocation d'actifs est primordiale : choisir les meilleurs *stock-pickers* ne suffit pas. L'allocation d'actifs des multigérants étant sans doute comparable à celle des gérants directs, leurs performances sont... « comparables ».

Pierre Filippi,
président de Fideas Capital

« Avoir une volatilité du portefeuille bien inférieure à la volatilité moyenne des fonds qui le compose »

Investors France, c'est la méthode dite « Brinson » qui est mise en œuvre. « Elle permet de savoir si les classes d'actifs surpondérées ont mieux ou moins bien performé que le 'benchmark' global du portefeuille (un indice composite qui pourra par exemple être réparti entre les taux euros pour 60 %, les actions européennes pour 35 % et le monétaire pour 5 %, NDLR). Au sein d'une poche, les actions par exemple, on peut décomposer la perfor-



mance par secteurs ou par zones géographiques », détaille Sylvie Bernard, directrice de la direction des opérations, du reporting et de l'organisation d'Allianz GI France, qui observe en outre une tendance des investisseurs à demander une combinaison d'indices qui leur soit propre, ce qui complique la tâche. « L'attribution de performance ligne par ligne n'est en revanche pas la règle en gestion diversifiée, même si le gérant peut demander

un focus sur une poche pour expliquer aux investisseurs les résultats de certains paris », détaille Eugénia Delgado, analyste de performance senior chez Allianz GI France. Elle est cependant affinée pour des portefeuilles spécialisés. Dans un fonds obligataire par exemple, elle sera segmentée par zones de devises, voire par types d'instruments financiers (obligations à taux fixe, à taux variable, inflation, crédit, Etat, futures...). Le gérant bénéficie ainsi d'une information quotidienne sur la sur ou sous-allocation de chaque poche, et ce calcul d'attribution de performance est aussi réalisé mensuellement sur un pas quotidien. Il est bien entendu intégré chaque mois dans le reporting au client.

De même, la capacité du gérant à construire une véritable diversification est mesurée via des coefficients de corrélation, voire la sensibilité de chaque pari à chaque marché (typiquement, par exemple, les obligations *high yield* sont sensibles aux actions). Dans cette perspective, et dans le cadre de la gestion de fonds de fonds, Pierre Filippi, président de Fideas Capital, s'attache à « bien mesurer comment la combinaison des gérants permet de rechercher le risque individuel, promesse de rendement, tout en maîtrisant le risque du portefeuille. Concrètement, l'objectif est d'avoir une volatilité du portefeuille bien inférieure à la volatilité moyenne des fonds qui le compose. Le danger à l'inverse est la convergence des risques ».

Reste, reconnaît Pierre Filippi, qu'il est difficile de battre les indices, car « ils emballent les emballements. Cependant, on peut extraire d'un marché son potentiel de rendement, tout en améliorant son profil de risque » (lire l'encadré). ■