



WILLIAM DE PREMORÉL-HIGGONS EST MEMBRE DE LA SFAF ET PRÉSIDENT DE STANWAHR, qui gère la Sicav de droit luxembourgeois Indépendance et Expansion. Il a débuté sa carrière chez Indosuez comme analyste financier de 1977 à 1980, avant de rejoindre les groupes Total, B.A.I. et Rhône-Poulenc. En 1992, il a rejoint le groupe Siparex en tant que gérant d'Indépendance et Expansion. En 2007, sa société a racheté Evalfi, sponsor de ce fonds. William de Premorel-Higgons a été administrateur de la SFAF de 1997 à 2000 et de 2002 à 2006. Il est diplômé de Sciences Po et de l'Insead.

LES OUTILS STATISTIQUES PERMETTENT-ILS DE DÉTERMINER UNE POLITIQUE DE PLACEMENT OPTIMAL ?

À l'heure où le traitement massif de données – considéré aujourd'hui sous les appellations *Big Data* et intelligence artificielle – est présenté comme une nouvelle réalité, voire un phénomène disruptif pour la gestion d'actifs, William de Premorel-Higgons, président de Stanwahr et gérant de la Sicav Indépendance et Expansion, relativise les bénéfices de ces outils. L'hétérogénéité des séries étant la règle, quelle valeur donner à l'outil mathématiques ?

Depuis qu'existent des produits financiers, les investisseurs ont utilisé des outils mathématiques pour déterminer quel était le meilleur placement. Dans un monde sans risque, ces calculs ne présentent pas de difficulté particulière et ont permis d'accroître la rationalité des choix des investisseurs. Mais dès que l'on introduit la notion de risque, les outils mathématiques sont beaucoup moins efficaces et la croyance dans leur efficacité conduit à des choix non rationnels.

Déterminer le risque d'un placement est extrêmement difficile. Depuis l'apparition de la théorie moderne du portefeuille, il est généralement admis, avec l'utilisation du bêta, que le risque est fonction de la volatilité du prix d'un actif par rapport à un indice de référence. Si pour les

actions, le choix d'un indice du type SBF 250 semble s'imposer, on a néanmoins rapidement découvert que les bêtas ne sont pas stables dans le temps et, encore pire, que le classement

des actions en fonction de leur bêta varie selon la périodicité de calcul.

Quel est ce risque dont la mesure dépend de la périodicité ? La théorie moderne du portefeuille est si séduisante intellectuellement que le constat de cette instabilité n'a pas conduit à son abandon. On a préféré postuler que si l'on arrivait à calculer un bon indice de référence reprenant la valeur de l'ensemble des actifs présents sur terre, le calcul des bêtas donnerait des résultats satisfaisants.

Plus intéressant pour celui qui s'intéresse à l'histoire de la théorie économique : la théorie moderne du portefeuille a été réfutée par son créateur Fama qui a démontré, dans un article de 1992 « The cross-section of expected returns », que, si l'on classait les actions par taille de capitalisation, les bêtas n'expliquent pas les différences de



« J'évite toujours de faire des prédictions à l'avance, il vaut beaucoup mieux prévoir un événement une fois qu'il s'est produit » Winston Churchill.

rentabilité. En d'autres termes, dire que les actions qui ont un bêta élevé sont plus rentables revient à dire que les petites capitalisations surperforment les grandes.

L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DES SÉRIES EST LA RÈGLE

L'instabilité des bêtas est probablement due à une raison simple : nous n'avons pas dans la vie réelle de série statistique homogène et il est donc impossible d'établir des relations entre les différentes variables statistiquement robustes. Pour faire de la statistique, il faut avoir au moins une série de 100 données homogènes. Or, dans la vie réelle, l'hétérogénéité des séries est la règle : le prix du pétrole, la parité €/\$, les taux d'intérêt varient tous les jours, les taux d'imposition fréquemment. Sans série statistique homogène, on ne peut établir de corrélation significative et on ne peut calculer les risques relatifs de différents placements. L'outil mathématique cache donc la réalité : les choix subjectifs.

Soutenir aujourd'hui que l'immobilier à Paris est un bon placement revient à croire que la ville

de Paris continuera à accroître son patrimoine immobilier, que les taux d'intérêt resteront bas, que les impôts fonciers ne croîtront pas, que le blocage des loyers ne sera pas durci, que la demande des loueurs Airbnb continuera à soutenir le marché et que les français continueront à croire que les prix de l'immobilier ne peuvent baisser. Penser que l'étude des corrélations entre le prix des différents actifs permettra de savoir s'il faut investir dans l'immobilier à Paris est donc irrationnel, les facteurs listés ci-dessus étant appelés à varier et, donc, à affecter significativement les corrélations qui ont pu être trouvées.

La croyance dans la capacité de déterminer précisément le couple rendement/risque de chaque placement afin de sélectionner un portefeuille optimal est intellectuellement condamnée à l'échec dans un monde où le prix des actifs s'ajuste. Si l'actif A est plus rentable que l'actif B, son prix, sous-évalué, montera dès que suffisamment d'acteurs économiques utiliseront la bonne formule pour calculer sa valeur.

L'instabilité des bêtas est probablement due à une raison simple : nous n'avons pas dans la vie réelle de série statistique homogène et il est donc impossible d'établir des relations entre les différentes variables statistiquement robustes. Pour faire de la statistique, il faut avoir au moins une série de 100 données homogènes.

En définitive, les économistes ont survendu les résultats qu'ils ont obtenus dans la recherche de rationalité des placements. Et nous sommes toujours incapables de déterminer, avec un intervalle de confiance raisonnable, quel est le risque d'un placement, les bêtas n'étant pas stables et l'absence de série statistique homogène rendant le calcul statistique impossible. « *J'évite toujours de faire des prédictions à l'avance, il vaut beaucoup mieux prévoir un événement une fois qu'il s'est produit* ». Cette phrase de Churchill est toujours valide. ■

WHY STATISTICAL COMPUTATION IS UNREALISTIC?

Economists have oversold the results they have obtained in their quest for investment rationality. We are still unable to determine with a reasonable confidence interval what the true risk of an investment is. Indeed, betas are not stable over time, and the lack of a homogeneous statistical series makes statistical computation impossible.

*William de Premorel-Higgons, Stanwahr
April 2017 - www.sfaf.com
La revue Analyse financière*