



L'investissement factoriel – la troisième voie

NOVEMBRE 2018



Sommaire

Introduction	2
Chapitre 1 : Capturer l'Alpha	3
Le mythe de l'efficience du marché	4
Valorisation – Un facteur éprouvé	5
Investissement factoriel - Ajouter de la valeur à long terme	8
Finance comportementale - L'humain, trop humain	10
Chapitre 2 : Améliorer l'efficience du portefeuille	13
Respecter les règles – La force de la gestion quantitative	14
Sélection des valeurs en fonction des facteurs	15
L'approche multi-facteurs pour réduire les risques du portefeuille	16
Les stratégies multi-facteurs – une solution clé en main	16
Conclusion	17

Introduction

Les investisseurs institutionnels ont adapté leur allocation d'actifs à un environnement de marché en mutation ces dernières années. La faiblesse persistante des taux d'intérêt et la volatilité des marchés actions ont influé sur l'évaluation des risques associés aux stratégies d'investissement passives et fondamentales. Alors que les stratégies passives impliquent inévitablement un risque de marché accru en période de hausse de la volatilité, les gérants d'actifs fondamentaux ont pour leur part de plus en plus de difficulté à surperformer systématiquement leurs indices de référence. Les deux approches continueront d'avoir leur place dans les portefeuilles des investisseurs professionnels. Toutefois, le rôle des stratégies factorielles comme troisième voie va être amené à se développer pour contribuer à créer une surperformance régulière et prévisible.

Les stratégies multifactorielles, proposées par ODDO BHF Asset Management avec succès depuis plus de 14 ans, contribuent à la diversification du portefeuille et, partant, à la réduction des risques. Pourtant, pour de nombreux investisseurs, des interrogations demeurent : à quels facteurs devons-nous donner la priorité ? Dans quelle mesure les corrélations négatives entre différents facteurs sont-elles stables ? Les stratégies factorielles peuvent-elles générer durablement de l'alpha ?

Au travers de notre premier livre blanc consacré à la gestion factorielle des fonds, nous souhaitons donner aux investisseurs intéressés un panorama de l'historique et des caractéristiques actuelles de ce type de gestion. Avec le recul, on constate que le principe des primes factorielles est valable d'un point de vue scientifique et empirique. Un aperçu pratique aide par ailleurs à mieux comprendre comment des stratégies factorielles peuvent donner de bons résultats dans le cadre d'un portefeuille. Ces stratégies ne sont pas un remède miracle mais, si elles sont mises en œuvre correctement, elles contribuent à améliorer significativement l'efficacité d'un portefeuille.



Dr. Carsten Große-Knetter

Responsable global Gestion Quantitative Actions
ODDO BHF Asset Management GmbH



Thierry Misamer

Gérant, Quantitatif Actions
ODDO BHF Asset Management GmbH



Chapitre 1°: Capturer l'Alpha

Le mythe de l'efficience du marché

La théorie classique des marchés s'articule autour du concept de la relation linéaire entre risque et rendement. Un rendement plus élevé passe par une plus grosse prise de risque : un constat tellement évident qu'aujourd'hui encore, il sert de principe fondateur à la quasi-totalité des formations en économie, bien qu'il repose sur des hypothèses de base extrêmement restrictives. Elle fonctionne en effet à condition d'être en présence d'un marché idéal, sur lequel des investisseurs rationnels peuvent négocier, sans préférence d'ordre géographique, temporel ou personnel, des biens homogènes et dépourvus de coûts de transaction, de taxes ou d'autres restrictions. Ce marché idéal se caractérise à tout moment par une transparence absolue. Par la suite, Eugene Fama a créé le mythe de l'efficience avec la « théorie des marchés efficients » (Efficient Market Hypothesis ou EMH). Très tôt, cependant, des doutes sont apparus quant à l'efficience réelle des marchés. Certaines anomalies telles que les effets de calendrier ou les bulles spéculatives semblaient en contradiction avec l'idée de marchés totalement efficients. Déjà au début des années 80, Robert Shiller constate empiriquement l'échec de l'EMH :

« Au vu des facteurs de volatilité présentés ici, le moins averti des observateurs devrait se rendre compte que les modèles de marché les plus efficaces peuvent se tromper... Leur échec apparaît par conséquent d'une telle ampleur qu'il semble quasiment impossible d'en attribuer la cause à des erreurs de données, des problèmes d'indices de prix ou des changements de loi fiscale »

(Robert J. Shiller, « Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? » ; The American Economic Review, juin 1981, p.421)

Qu'est-ce que l'investissement factoriel ?

Les stratégies d'investissement factorielles se fondent sur les caractéristiques des titres, appelées facteurs, qui permettent d'expliquer les différences de rendement. Parmi les facteurs qui ont produit de façon incontestable des rendements corrigés du risque supérieurs à la moyenne du marché, on trouve notamment la taille des sociétés, leur valorisation de marché, les tendances récentes du cours de leurs actions (*momentum*) et des dividendes élevés. En sélectionnant des titres en fonction de facteurs, les investisseurs cherchent à surperformer les marchés à long terme. Les gestionnaires d'actifs utilisant une approche factorielle ne se laissent pas guider par leurs propres opinions ou spéculations sur un titre spécifique. En lieu et place, leurs décisions d'investissement se fondent toujours sur des faits et des données quantifiables.



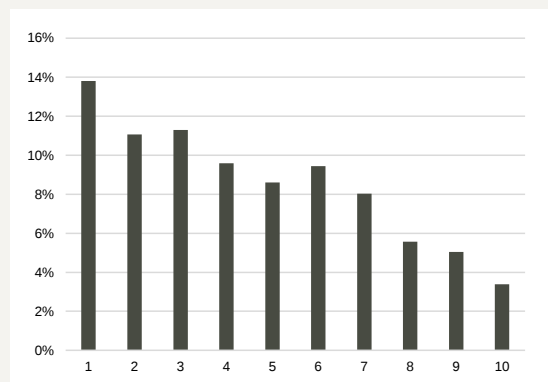
Valorisation – Un facteur de succès éprouvé

Dans la pratique, les investisseurs ont remis en cause l'efficience des marchés bien avant les universitaires. Dès 1949, Benjamin Graham publie son célèbre ouvrage « L'Investisseur intelligent », qui recommande d'investir dans les entreprises se négociant en-dessous de leur juste valeur. L'hypothèse sous-jacente, selon laquelle les prix du marché ne reflètent pas toujours la vraie valeur d'une entreprise, est en contradiction directe avec l'EMH. Benjamin Graham avance que les marchés ont tendance à sur- ou sous-évaluer les entreprises et que les prix se rapprochent de leur juste valeur avec le temps. Ce faisant, il attribue un visage aux fluctuations de la Bourse et la personnifie sous les traits de « Monsieur le Marché ». Celui-ci est un maniaco-dépressif, qui propose chaque jour des actions à l'achat et à la vente sans le moindre fondement rationnel, mais au gré de ses émotions. Les caprices de Monsieur le Marché profitent à l'« Investisseur intelligent », qui met de côté ses émotions pour acheter (à bon compte) quand l'humeur est au pessimisme et vendre (cher) quand le marché est euphorique.

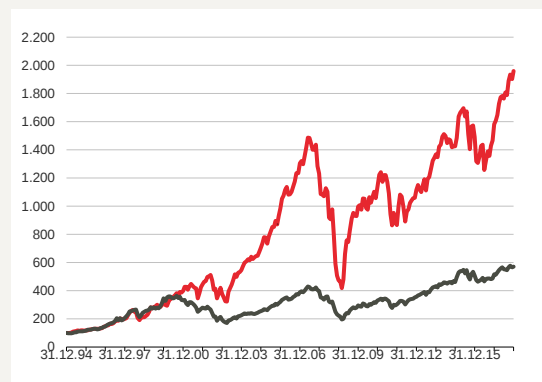
La philosophie d'investissement de Benjamin Graham repose avant tout sur l'analyse des ratios cours/bénéfices (P/E) historiques. C'est pourquoi cette approche conduit souvent à sélectionner des entreprises qui ont sous-performé récemment et dont la valorisation est de ce fait bon marché. Ces actions présentent fréquemment une plus grande volatilité et un bêta supérieur à 1. Généralement elles commencent par baisser et s'apprécient plus tard. Les stratégies « Deep Value » qui privilégient ce type de « candidats au retournement » offrent donc des perspectives prometteuses mais sont aussi sujettes à des pertes importantes et fréquentes.

Exemple 1 :**« Cyclical Value » – Ratio cours/bénéfices (faible)**

Le ratio cours/bénéfices (P/E) est l'un des principaux indicateurs considéré par Benjamin Graham. Bien qu'il ait été popularisé dès 1949, cet indicateur a encore toute sa pertinence aujourd'hui. Pour clarifier, nous avons réalisé une étude simple. Nous avons classé les composantes de l'indice DJ Stoxx 600 en fonction de leurs P/E pour chaque trimestre à partir du 31 décembre 1994 puis nous les avons subdivisées en déciles. Le décile 1 contient les actions avec les plus faibles P/E et le décile 10 les actions avec les P/E les plus élevés.

Classement des actions de l'indice DJ Stoxx 600 en fonction de leur P/E

Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Historique de performance du 1er décile vs dernier décile

Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Entre fin 1994 et fin 2017, les actions du premier décile ont gagné presque 13,8 % par an contre seulement 3,3 % pour celles du décile 10 (graphique de gauche). Sans surprise, les actions du décile 1 ont aussi largement surperformé l'ensemble du marché (graphique de droite) mais avec une volatilité réalisée nettement supérieure (22,3 % vs 15,4 %). Les partisans de l'EMH y verront la confirmation de la théorie selon laquelle la surperformance s'obtient nécessairement au prix d'un risque plus important. Mais ce serait négliger le fait que cela ne se vérifie pas a contrario. Si l'on suit cette logique, les actions du décile 10 devraient avoir évolué dans une fourchette de fluctuation plus réduite que l'ensemble du marché. Et pourtant, ce n'est pas le cas. En effet, leur volatilité moyenne s'est élevée à 24,2 %, ce qui est supérieur à celle des actions du décile 1.



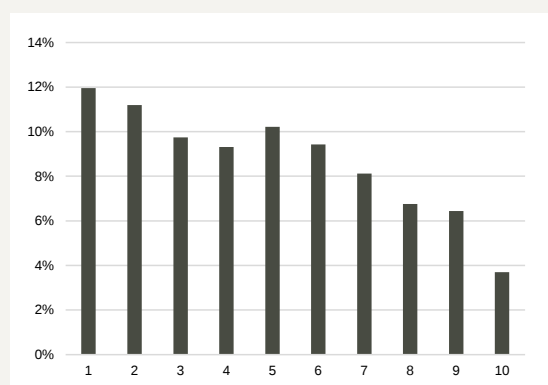
Certains investisseurs, à l'image de Warren Buffet, ont modifié l'approche de Benjamin Graham en cherchant plutôt à mettre l'accent sur la « Stable Value », à savoir : les entreprises matures, dotées de flux de trésorerie solides et stables, versant des dividendes élevés et durables; ce sont souvent des entreprises dont le profil est jugé presque « ennuyeux » et que les investisseurs délaissent pendant les marchés haussiers où règnent une faible aversion pour le risque et un fort appétit de performance. L'histoire le démontre : ces entreprises aussi surperforment.

Exemple 2 :

« Stable Value » – rendement du dividende (élevé)

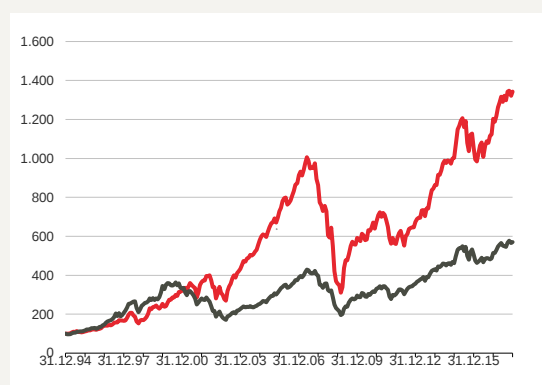
Comme dans l'Exemple 1 avec les P/E, nous avons classé les actions pendant la même durée en fonction du rendement de leur dividende puis nous les avons subdivisées en déciles, le premier contenant les dividendes les plus élevés et le dixième les dividendes les plus faibles.

Classement des actions de l'indice DJ Stoxx 600 en fonction de leur rendement



Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Historique de performance du 1er décile vs dernier décile



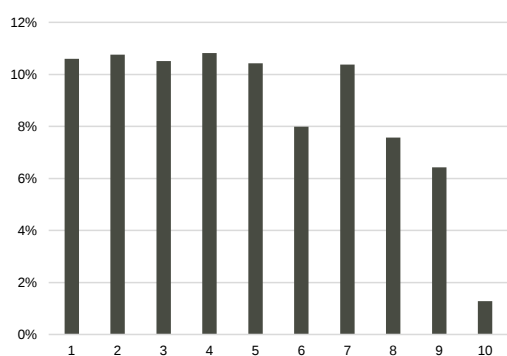
Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Les actions offrant les plus gros dividendes (décile 1) ont été les plus performantes (+12 % par an) et battent durablement la moyenne du marché. Là encore, leur volatilité réalisée est supérieure (18,5 %) à celle du marché mais bien inférieure à celle des actions ayant les plus forts P/E. À l'inverse, les actions versant les dividendes les plus faibles n'ont progressé que de 3,7 % par an, pour une volatilité également supérieure à celle du marché (22,8 %).

Investissement factoriel - Ajouter de la valeur à long terme

Les inefficiences de marché ne se limitent pas aux actions sous-évaluées : d'autres facteurs ont été identifiés qui permettent de créer de la valeur ajoutée de manière systématique.

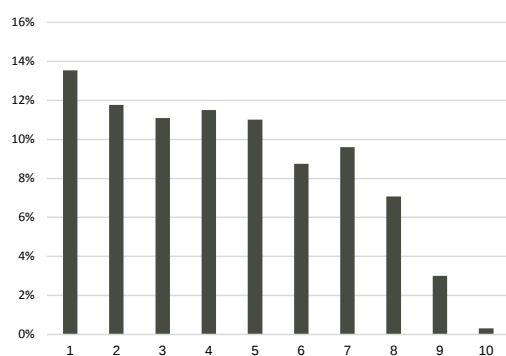
Facteur Taille – Capitalisation boursière (petite)



Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

En moyenne, les cours des plus grandes capitalisations (décile 10) progressent de seulement 1,2 % par an, tandis que les petites valeurs surperforment avec des rendements à deux chiffres.

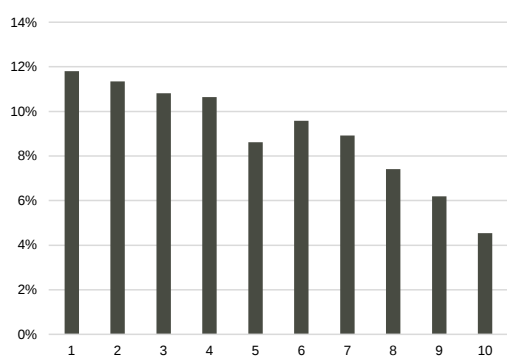
Facteur Momentum – Hausse du cours de Bourse sur 1 an (élevée)



Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Entre fin 1994 et fin 2017, les actions du décile 1 ont gagné presque 14 % par an, contre à peine 0,3 % par an pour celles du décile 10. Le risque légèrement plus élevé des premières ne suffit pas pour justifier cet écart.

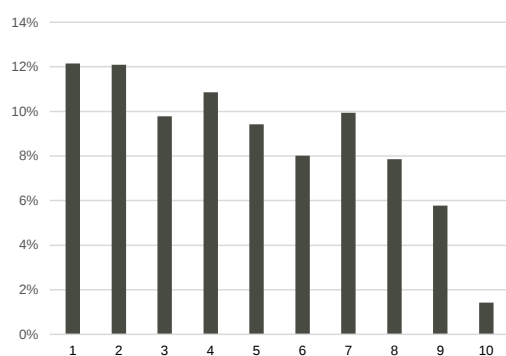
Facteur Qualité – Rentabilité des capitaux propres (élevée)



Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

La prise en considération de la rentabilité permet également de créer de la valeur ajoutée. À long terme, les actions dont les émetteurs affichent une plus grande rentabilité des capitaux propres (décile 1) surperforment nettement le marché, tandis que celles dont la rentabilité des capitaux propres est plus faible sous-performent.

Facteur Risque – Volatilité (faible)



Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Les actions les moins volatiles (décile 1) s'adjugent en moyenne 12,2 % par an, contre à peine 1,4 % par an pour les plus volatiles (décile 10).



Ces exemples démontrent qu'un investissement systématique basé sur les facteurs permet de créer de la valeur ajoutée à long terme. Certes, dans ces différents cas, la volatilité des actions du décile 1 est toujours au moins légèrement supérieure à la moyenne. Les partisans de l'EMH y verront la confirmation de leur thèse à savoir qu'un risque plus élevé est indispensable pour créer de la valeur ajoutée sur des marchés efficients. Toutefois, cet argumentaire néglige le fait qu'*a contrario*, une prise de risque moindre n'est pas une cause de sous-performance. Les actions du décile 10 sont systématiquement moins performantes, alors qu'elles sont aussi plus volatiles. De plus, l'Exemple Facteur Risque illustre clairement qu'une plus grande prise de risque ne conduit pas à un surcroît de performance. Au contraire, elle se révèle très coûteuse.

Finance comportementale : L'humain, trop humain

Les éléments empiriques confirment donc qu'au mieux la théorie des marchés efficients peut être considérée comme normative mais que fondamentalement elle ne se vérifie pas dans la réalité. C'est ici qu'entre en scène la finance comportementale, théorie axée sur les décisions des individus et les conséquences globales des pensées et comportements irrationnels au niveau des marchés. Celle-ci s'appuie sur de nombreuses situations qui ne concernent pas seulement les investisseurs.

Étude de cas :

Lors d'une enquête, on donne aux sujets le choix suivant :

- A.** Avoir une chance de 50 % de gagner 1 000 euros
- B.** Avoir une chance de 100 % de gagner 500 euros

D'un point de vue purement statistique, les deux réponses sont équivalentes, et pourtant, la majeure partie des personnes interrogées se prononce en faveur du gain le plus sûr, celui de 500 euros.

On soumet un autre groupe à la question suivante. Choisir entre :

- A.** Avoir une chance de 50 % de perdre 1 000 euros
- B.** Avoir une chance de 100 % de perdre 500 euros

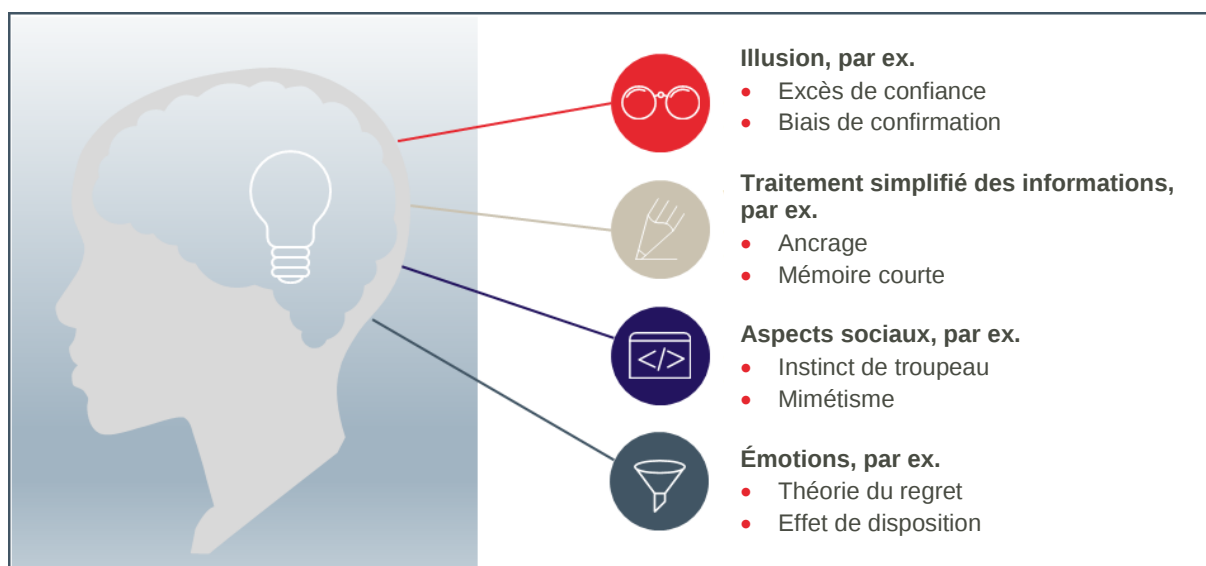
Cette fois, une majorité nette choisit la proposition A, qui est plus risquée.

Cette étude de cas faite auprès d'individus révèle ce que l'on appelle « l'effet de disposition », autrement dit la tendance des investisseurs à vendre trop tôt les placements qui rapportent et à conserver trop longtemps ceux qui se déprécient. Ce comportement compromet le succès des investissements, en ignorant la tendance manifeste qu'ont les actions ayant récemment pris de la valeur à continuer à bien se comporter. Ainsi, la peur de perdre suffit à faire assumer un risque plus grand alors que lorsqu'il y a une possibilité de gain, on se satisfait volontiers d'un résultat modéré. Cette étude montre que, dans des situations de prise de décision, le risque de perte revêt une valeur émotionnelle plus grande que les gains potentiels.

Le « biais d'ancrage » est un phénomène analogue. Quand l'investisseur évalue le cours de Bourse actuel d'une entreprise, la situation des bénéfices au moment présent l'intéresse souvent moins que d'autres indicateurs (plus haut historique du cours de l'action, prix d'entrée ou encore les chiffres ronds comme 100 ou 1 000). L'analyse graphique utilisée comme stratégie d'investissement est fondée sur ce modèle de comportement. Il n'y a rien de rationnel à considérer comme indicateur un point plus haut datant d'il y a cinq ou dix ans. Peut-être que l'entreprise est beaucoup plus rentable aujourd'hui ou que sa stratégie a changé entre temps. L'analyse graphique ne fait que considérer le prix d'une action sans tenir compte de la réussite de l'entreprise. Cela a un impact sur les marchés des capitaux puisque le



comportement grégaire des investisseurs les conduit à investir dans les mêmes actifs qu'un grand groupe d'investisseurs. De fait, plus le nombre d'investisseurs visant les mêmes objectifs est élevé, plus grande est la probabilité qu'ils achètent des actions jusqu'à ce que ces objectifs soient atteints, contribuant ainsi à l'apparition d'une prophétie autoréalisatrice.



Parmi les nombreux modèles comportementaux irrationnels en matière d'investissement figurent aussi le biais d'optimisme et l'instinct de troupeau. Mais comme on le voit dans l'illustration, il en existe beaucoup d'autres.

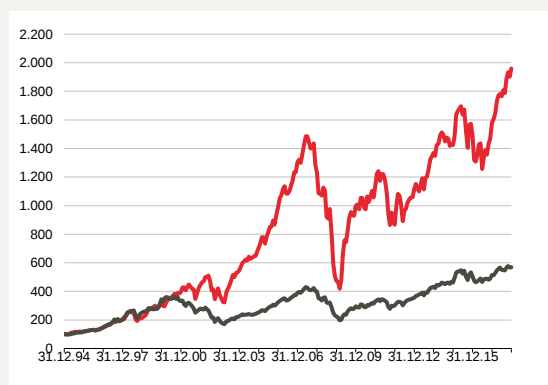
Qu'en est-il pour le comportement des marchés ? Puisque la science démontre que l'être humain prend de mauvaises décisions quand il est sous l'emprise de ses émotions, on peut légitimement se demander pourquoi nous avons justement tendance à nous décider dans le feu de l'action. Quand des actions prometteuses baissent à cause d'émotions irrationnelles, elles deviennent logiquement encore plus sous-évaluées. L'irrationalité des marchés peut durer longtemps mais pas éternellement. Joel Greenblatt l'a formulé de cette manière :

« Sur le court terme, M. Le Marché se comporte comme un individu très émotif qui achète ou vend des titres à des prix cassés ou surévalués. Mais il fait tout autre chose sur le long terme. Et M. Le Marché a raison »

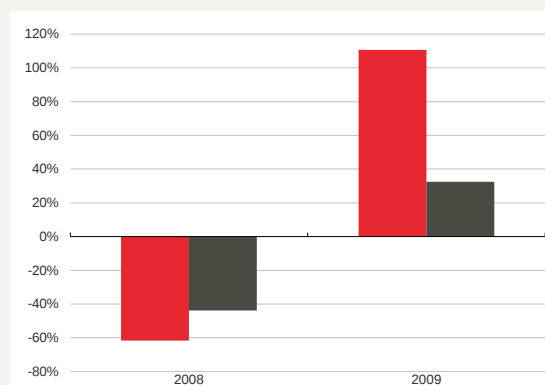
(Joel Greenblatt, « The Little Book that beats the Market », 2010)

Exemple 1 :**«Cyclical Value » – Ratio cours/bénéfices (faible)**

Sur une durée totale de 23 ans, les actions présentant les plus faibles P/E ont nettement surperformé le marché (graphique de gauche).

Facteur “Value” – P/E faibles (en rouge)

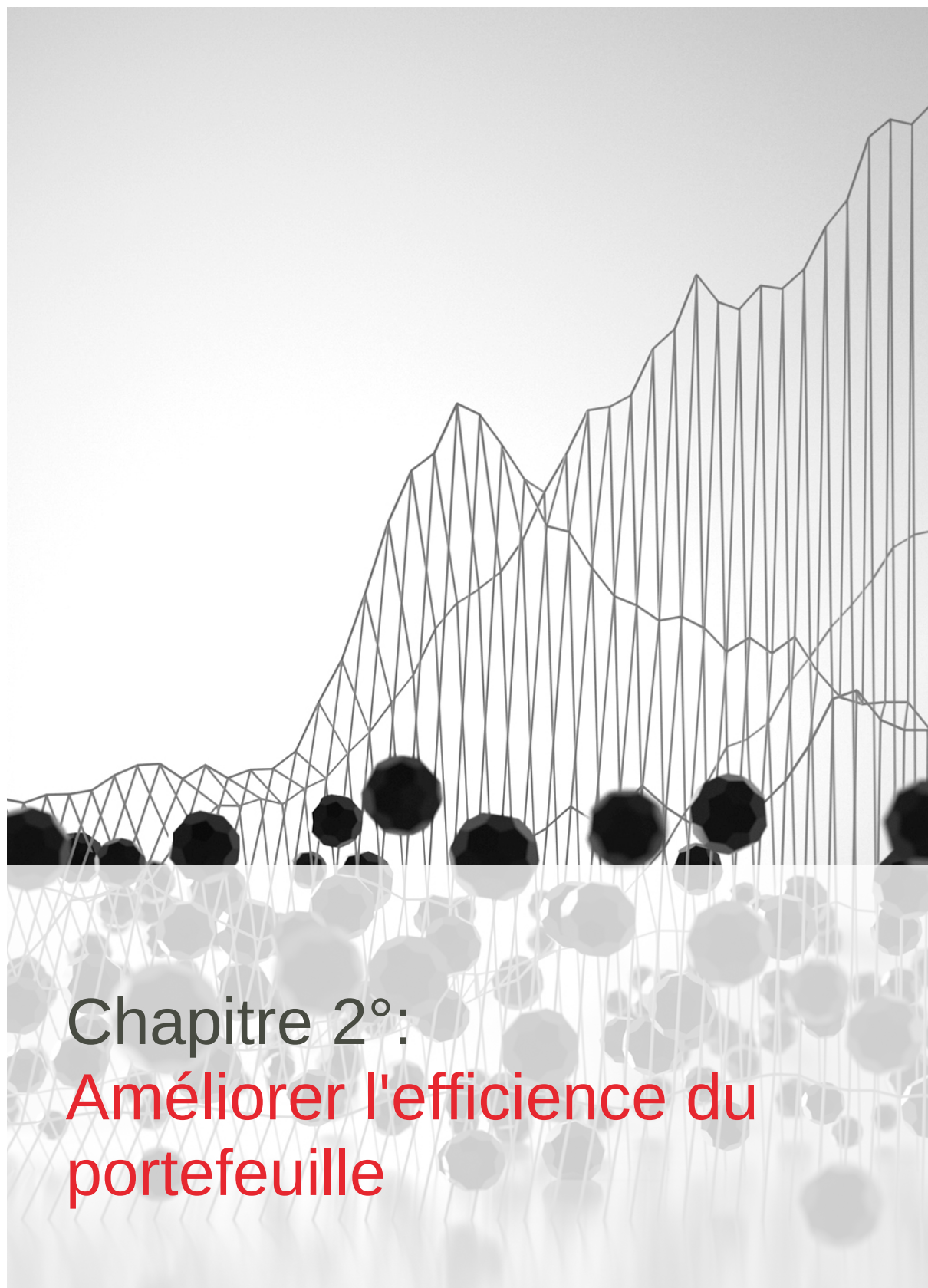
Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Facteur “Value” – 2008 vs. 2009

Source : Factset / ODDO BHF Asset Management GmbH
Période : 31/12/1994 – 31/12/2017.

Mais sur des périodes plus courtes, il en est allé tout autrement. En 2008, au plus fort de la crise des *subprimes*, la demande pour les actions avec les plus faibles P/E était quasiment nulle. Alors que le marché, dans son ensemble, a chuté de 43,8 %, les actions du décile 1 (faibles P/E) ont même dégringolé de 60,8 % sous l'effet du mouvement de panique. Un an plus tard, c'est l'inverse qui s'est produit : le portefeuille stratégique a largement surperformé le net rebond (+32,8 %) du marché. Les actions du décile 1 ont même doublé de valeur.

Sur le long terme, investir sans tenir compte du sentiment du marché est une approche qui porte ses fruits. Mais il est très difficile de ne pas se laisser gagner par la panique en restant fidèle à ses convictions : les investisseurs doivent donc se protéger contre leurs propres émotions, tel Ulysse s'attachant à son mât pour résister au chant des sirènes.



Chapitre 2°: Améliorer l'efficience du portefeuille

Respecter les règles – La force de la gestion quantitative

La gestion quantitative des fonds actions se caractérise par un processus structuré, rigoureux et fondé sur des règles pré-établies. Elle permet non seulement d'éviter les comportements irrationnels, comme ceux décrits au Chapitre 1 mais aussi de profiter des inefficiences qui en résultent pour créer une surperformance systématique. Pour cela, les gérants quantitatifs se servent essentiellement des mêmes facteurs que les approches traditionnelles à savoir des indicateurs fondamentaux et techniques. On peut citer le rendement du dividende, la croissance bénéficiaire, les révisions de bénéfices, le *momentum* des cours de Bourse ou la volatilité. Il est donc faux d'affirmer que la gestion quantitative n'a rien de fondamental. Cette gestion doit également être distinguée de nombreuses approches purement passives. En effet, dans une approche quantitative, la seule mission de l'ordinateur consiste à faire des calculs et traiter d'importants volumes de données mais les indications concernant les informations à analyser et les opérations arithmétiques, ainsi que l'interprétation des résultats, relèvent de la seule responsabilité des gérants quantitatifs. Leur intervention est primordiale dans le processus. Pour générer une performance grâce à la gestion active, ces derniers font autant appel à leurs connaissances mathématiques qu'à leur expertise en économie et des marchés.

En bref – Caractéristiques de la gestion quantitative

- Le processus d'investissement est rigoureux, transparent et clairement structuré
- La sélection des valeurs les plus attractives s'effectue grâce à un filtre quantitatif appliqué à un vaste univers d'investissement
- L'évaluation systématique des titres permet une grande objectivité et une discipline d'exécution stricte
- Tous les marchés sont couverts avec une qualité constante
- En fonction des environnements de marché, la capacité prévisionnelle des modèles peut varier

La gestion quantitative se distingue principalement des approches classiques par sa capacité à étudier un grand nombre de données sur un grand nombre de marchés, sa rigueur d'application et son caractère systématique dans l'évaluation des indicateurs à disposition. Elle permet également d'identifier et de sélectionner des « champions cachés » de second rang, qu'une approche traditionnelle axée sur la recherche fondamentale n'aurait pas vus car trop limitée sur un univers restreint. Un modèle quantitatif ne laisse pas de place au biais domestique ou de capitalisation (le fait qu'un fonds privilégie systématiquement les valeurs de son marché national ou les plus grosses entreprises uniquement parce que le gérant les connaît mieux). Au contraire, les titres sont sélectionnés seulement à partir des indicateurs et des facteurs du modèle. Le gérant de portefeuille fait volontairement abstraction du « thème » accompagnant les entreprises et de sa propre opinion à leur égard afin d'écarter tout biais



intuitif ou irrationnel. Chaque décision d'investissement est donc compréhensible, explicable et reproductible.

Autrement dit : le gérant non quantitatif agit plus « en profondeur », car il connaît précisément les entreprises dans lesquelles il investit ; le gérant quantitatif, en revanche, intervient plus « en largeur », car les capacités informatiques lui ouvrent un univers d'investissement beaucoup plus vaste pour identifier des sociétés intéressantes.

Sélection des valeurs en fonction des facteurs

Le modèle systématique de sélection des valeurs commence par identifier les facteurs, qui représentent des « styles d'investissement » et dont l'évaluation systématique permettra de générer une performance active par rapport au marché. Parmi ces derniers, on peut identifier :

- Valorisation : actions présentant une valorisation fondamentale attractive
- *Momentum* : actions affichant un historique de performance robuste à moyen terme
- Révisions : actions faisant l'objet de révisions de bénéfices positives de la part des analystes
- Croissance : actions présentant de solides caractéristiques fondamentales de croissance
- Risque : actions assorties d'indicateurs de risque modéré (volatilité ou bêta, par exemple)

Les facteurs « Valorisation », « Révisions » et « Croissance » sont des facteurs fondamentaux : ils reposent sur des indicateurs tels que les bénéfices des entreprises ou les estimations qu'en font les analystes. Les facteurs « *Momentum* » et « Risque » sont des facteurs techniques, qui ont trait à l'historique du cours de l'action. Enfin, le facteur « Valorisation » concerne des indicateurs comme le ratio cours/bénéfices ou le rendement du dividende.

Chaque facteur englobe plusieurs indicateurs représentatifs du style d'investissement visé. Par exemple, le facteur Valorisation repose sur le ratio cours/bénéfices, le rendement du dividende, etc... Nous avons constaté que plus le nombre d'indicateurs évalués est important, plus la performance du facteur est stable.

L'approche multi-facteurs pour réduire les risques du portefeuille

Beaucoup d'investisseurs ont tendance à se concentrer sur quelques facteurs précis. Ainsi, les approches axées sur les actions sous-évaluées (« Value ») ont longtemps fait partie des plus prisées. Cependant, chaque approche connaît naturellement des phases de sous-performance marquée. Les portefeuilles axés sur des styles particuliers, comme les approches dites « Smart Beta », créent de la valeur uniquement pour les investisseurs investis à long terme et prêts à accepter des périodes de performance plus faible.

Mais beaucoup n'ont pas cette persévérance. Les investisseurs ont plutôt tendance à liquider leur position après une période baissière ou bien à la réduire, ce qui leur fait manquer la prochaine phase haussière. D'où l'intérêt des approches qui combinent ensemble plusieurs investissements factoriels. Par exemple, le facteur Valorisation privilégie les actions sous-évaluées, mais également celles qui viennent de subir une forte correction (« candidats au retournement »). Le facteur *Momentum*, qui pratique le suivi de tendance, investit dans les titres affichant un historique boursier solide. Les facteurs Valorisation et *Momentum* sélectionnent donc des titres plutôt volatils, tandis que par principe, le facteur Risque privilégie les actions assorties d'une moindre volatilité.

D'un point de vue mathématique, la diversité des facteurs se reflète dans la corrélation faible, voire négative, qu'entretiennent les performances des portefeuilles factoriels. Il reste néanmoins des phases de marché qui ne sont favorables à aucun style d'investissement. De plus, dans un portefeuille factoriel unique, la concentration sectorielle peut être très forte (les titres de certains secteurs étant davantage représentés) et la diversification n'est donc pas optimale.

En revanche, la combinaison de différents facteurs dans un même portefeuille peut aider à réduire le risque en diversifiant les expositions. Si le marché est défavorable à un facteur, d'autres permettront de rééquilibrer la performance. La combinaison de facteurs fondamentaux (Valorisation, Révision, Croissance) avec des facteurs techniques (*Momentum*, Risque) se révèle particulièrement bénéfique. Ce résultat est possible grâce à la rigueur du modèle quantitatif qui permet de rester exposé à des facteurs et styles même pendant les phases de sous-performance pour profiter ensuite de leur rebond.

Les stratégies multi-facteurs – une solution clé en main

Du point de vue de la diversification, on peut se poser la question de comment déterminer au mieux le poids des différents facteurs.

Il est utile de le faire en deux temps : on fixe d'abord les poids stratégiques, au moyen d'une optimisation selon le modèle de Markowitz (maximisation du ratio d'information) basée sur les indicateurs historiques de rendement/risque à long terme. Toutefois, la diversification n'est pas optimale si elle repose uniquement sur des indicateurs à long terme. Dans la théorie, l'optimisation de portefeuille suppose que



les caractéristiques de risque des facteurs (mais surtout leurs corrélations) demeurent constantes dans le temps ; or dans la pratique, ce postulat n'est pas réaliste. Des styles d'investissement peuvent afficher pendant longtemps une corrélation étroite, en particulier pendant les phases de tension des marchés. Dans ce cas, la diversification entre les facteurs concernés ne permet pas de réduire le risque actif.

C'est pourquoi, dans un deuxième temps et lors de chaque rééquilibrage ou rebalancement, il est nécessaire d'attribuer un poids dynamique aux facteurs sur la base des paramètres de risque à court terme, ce qui permet de sous-pondérer les facteurs très volatils ou très corrélés les uns aux autres. Ainsi, le risque actif est à nouveau réduit.

Il est alors possible de combiner des portefeuilles factoriels présentant une corrélation faible, voire négative. La diversification permet de réduire le risque actif mais aussi d'enranger tous les gains générés par les portefeuilles factoriels individuels. Combinés ensemble, cinq portefeuilles assortis chacun d'une *tracking error* importante forment un portefeuille global dont la *tracking error* est modeste. Sa gestion n'est pourtant ni passive ni indicielle, comme en témoigne sa part active élevée (*active share*, écart des positions par rapport à l'indice de référence). C'est une caractéristique typique des fonds quantitatifs actions : d'un côté, un portefeuille très actif composé de positions très risquées (et très prometteuses) lorsqu'elles sont considérées isolément, sur différents styles et titres, mais au final un portefeuille diversifié avec un profil de risque global maîtrisé.

Conclusion

En dépit d'une longue expérience des marchés et des techniques, jusqu'à ce jour, aucun acteur de la finance, pas même la gestion quantitative, n'a trouvé la formule miracle pour surperformer le marché en continu.

Toutefois, grâce à leur approche systématique, les modèles quantitatifs de sélection des titres permettent d'identifier des opportunités prometteuses, d'adopter des positions actives et de prendre des décisions d'investissement obéissant toujours aux mêmes règles.

Les investisseurs bénéficient ainsi de performances à moyen-long terme régulièrement supérieures à celles du marché (indices, ETF, etc...) et ce, dans le cadre d'un risque maîtrisé, le caractère systématique et constant de la sélection des valeurs donnant ainsi plus de fiabilité et de régularité aux performances futures.

À propos de ODDO BHF AM

ODDO BHF Asset Management fait partie du groupe financier franco-allemand ODDO BHF fondé en 1849. ODDO BHF AM est un leader indépendant de la gestion d'actifs en Europe. Il comprend les entités ODDO BHF AM GmbH en Allemagne, ODDO BHF AM SAS, ODDO BHF Private Equity en France et ODDO BHF AM Lux AG en Luxembourg qui, ensemble, gèrent des actifs s'élevant à 61,6 milliards d'euros.

ODDO BHF AM propose à ses clients institutionnels et distributeurs une gamme unique de solutions d'investissement performantes couvrant les principales classes d'actifs, les actions européennes, les stratégies quantitatives, les obligations, les solutions d'allocation d'actifs et les actifs non-cotés.

L'équipe dédiée aux stratégies quantitatives gère actuellement un total de 4,1 milliards d'euros, en appliquant à la fois des approches multifactorielles et monofactorielles. Il est composé de 9 professionnels de l'investissement avec une moyenne de 16 ans d'expérience dans le domaine de l'investissement et avec un track record de plus de 14 ans en Europe et aux Etats-Unis.

Sur une base agrégée, 70% des actifs sous gestion proviennent de clients institutionnels et 30% de partenaires de distribution. Les équipes opèrent à partir des centres d'investissement de Düsseldorf, Francfort et Paris avec des implantations supplémentaires au Luxembourg, à Milan, Genève, Stockholm, Madrid, Hong Kong, Abu Dhabi et Zurich.

ODDO BHF AM met l'accompagnement de ses clients sur le long terme au cœur de ses priorités. Son indépendance permet aux équipes d'être réactives, flexibles et innovantes afin de trouver en permanence des solutions adaptées aux besoins des clients.

Disclaimer

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des quatre sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne) et ODDO BHF AM Lux AG (Luxembourg).

Ce document, à caractère promotionnel, est établi par ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH (ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH).

Les opinions émises dans ce document correspondent à nos anticipations de marché au moment de la publication du document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle d'ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH.

ODDO BHF ASSET MANAGEMENT GmbH ne saurait également être tenue pour responsable de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. Les informations sont données à titre indicatif et sont susceptibles de modifications à tout moment sans avis préalable.

ODDO BHF Asset Management GmbH

Herzogstrasse 15 – 40217 Düsseldorf (siège officiel)

Bockenheimer Landstrasse 10 – 60323 Frankfurt am Main

am.oddo-bhf.com