

Utiliser la gestion factorielle pour maîtriser davantage le risque

Viewpoint

Historiquement, l'investissement en actions a consisté à chercher la surperformance potentielle plutôt qu'à maîtriser le risque. Mais plus récemment, les investisseurs ont commencé à changer d'approche : minimiser le risque est plus important que maximiser le retour sur investissement. La performance de long terme devient la conséquence d'une bonne gestion des risques.

Cette mutation s'explique de plusieurs façons. Tandis que les assureurs sont davantage contraints par le régulateur, les caisses de retraite doivent obéir à une réglementation stricte et ne peuvent se permettre de générer des pertes significatives. D'autre part, les souvenirs de la crise financière et de la crise des dettes souveraines européennes ont aussi joué leur rôle et rendu les investisseurs beaucoup plus prudents. L'environnement macroéconomique actuel a également changé le comportement de l'investisseur. La baisse des rendements obligataires a poussé de nombreux institutionnels à se tourner vers les actions dans le but d'obtenir des retours sur investissement plus élevés. Mais les investisseurs cherchent à mieux encadrer le risque associé aux actions, particulièrement dans les périodes de turbulences sur les marchés. Ils cherchent à éviter les pertes de grande ampleur. Ainsi, la combinaison de ces tendances a entraîné un changement de philosophie d'investissement. Plutôt que de se concentrer sur la recherche de titres offrant les meilleures chances de création de valeur - considérant que cette stratégie est risquée - les investisseurs préfèrent désormais se focaliser sur la gestion du risque, afin d'accroître leur performance de long terme.

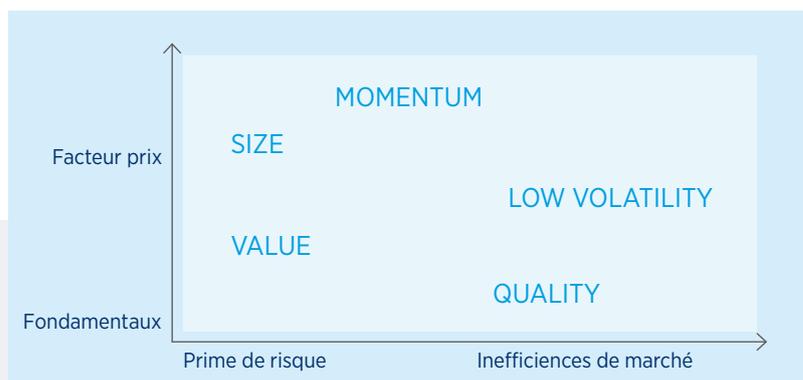
L'enjeu de la diversification

Une des meilleures façons de gérer les périodes de turbulence sur les marchés est de diversifier son portefeuille. Cette diversification peut s'opérer au travers de plusieurs classes d'actifs ou bien en recourant à des styles de gestion différents, appelés souvent facteurs. Une gestion factorielle recherche des actions qui partagent des caractéristiques similaires et se comportent de la même façon dans les différentes phases du cycle économique. En combinant différents facteurs, un investisseur peut capter une performance potentielle future, mais avec un risque plus diversifié. Cette diversification fonctionne car ces facteurs peuvent être fonction soit de primes de risque soit d'inefficiencies de marché.

Par exemple, le facteur "value" dépend d'une prime de risque : les investisseurs en attendent des rendements potentiellement élevés car ils prennent davantage de risque. Le facteur "qualité", quant à lui, tire sa performance des inefficiencies de marché et présente moins de risques.

En combinant ces facteurs, un investisseur cherche ainsi à diversifier le profil de risque de son portefeuille et générer une meilleure performance de long terme. Plutôt que d'essayer d'utiliser différents facteurs l'un après l'autre, il est judicieux de les combiner dans un portefeuille et de recourir à une allocation dynamique pour s'adapter au niveau de risque du contexte.

C'est en raison de la corrélation entre ces facteurs et parce que chaque facteur évolue en permanence par rapport au contexte macro-économique que la gestion factorielle doit être ajustée pour mieux gérer le risque. Une approche quantitative, dynamique et robuste est nécessaire pour identifier les risques, leurs évolutions, et y faire face efficacement. ■



À titre d'illustration

Une nouvelle approche de l'investissement multifactoriel

Il existe trois étapes clés pour construire un portefeuille multifactoriel diversifié. La première consiste à construire des portefeuilles qui représentent des facteurs particuliers, à partir desquels les pondérations propres à chaque facteur devraient être déterminées. Des critères contraignants sont ensuite appliqués à ces pondérations comme le turnover, afin de limiter l'impact de marché.

Construire une gestion factorielle requiert une certaine sophistication

Une attention particulière doit être accordée à la façon dont ces facteurs sont élaborés. Une approche plus sophistiquée est nécessaire plutôt qu'une simple sélection de titres en utilisant un seul paramètre. Par exemple, si un portefeuille "value" surpondérait les titres faiblement valorisés en utilisant uniquement le ratio "price to book", environ

40 % du portefeuille actuel serait investi en valeurs financières. Cette surexposition à un secteur génère une concentration du risque dans le portefeuille.

Pour traiter ce problème, Amundi utilise une approche beaucoup plus sophistiquée en utilisant des paramètres comme le "Price to earnings" (PER) et le "Price to cash-flow" en complément du ratio "Price to book" de façon à obtenir une photographie plus fine

Utiliser la gestion factorielle pour maîtriser davantage le risque

de la situation financière d'une entreprise. La "value" n'est pas le seul facteur pour lequel une approche plus nuancée est utilisée. Pour chacun des facteurs, Amundi affine les paramètres afin de fournir une hiérarchie plus précise des titres analysés.

Quand ces différents facteurs sont combinés, Amundi met en place une allocation aussi bien stratégique que tactique pour limiter les "drawdowns" attendus au long du cycle.

La prise en compte d'une vision stratégique

L'allocation stratégique est basée sur les profils de risque des différents facteurs. Ce résultat est obtenu en estimant la volatilité et la corrélation entre les quatre principaux facteurs : *quality*, *value*, *momentum* et *low volatility*.

Dans un premier temps, un algorithme définit une contribution égale au risque pour chaque facteur dans le portefeuille final.

Dans un second temps, les équipes de gestion prennent en compte des changements de contexte macro pour limiter davantage les risques. En effet, les facteurs présentent différents niveaux de risque selon l'avancement du cycle économique, en particulier en cas de retournement de la tendance du marché. Par exemple, les "drawdowns" attendus d'une stratégie "value" ont tendance à être supérieurs quand une économie passe d'une phase d'expansion à une phase de ralentissement, puis de récession. Mais le "drawdown" attendu d'une stratégie "qualité" est plus élevé quand une économie sort de la récession et entre en phase de reprise.

Cette relation entre les facteurs et les phases du cycle macroéconomique peut évoluer. En contrôlant activement ces changements de dynamique, il est possible d'éviter cette dépendance excessive aux dynamiques historiques de long terme.

En cas de changement de l'environnement macroéconomique, qui pourrait affecter un ou plusieurs facteurs, l'allocation sera alors modifiée pour tenir compte des "drawdowns" attendus.

Une allocation tactique pour atténuer le risque de valorisation

A plus court terme, une allocation d'actifs tactique est nécessaire pour évaluer correctement le risque. Il y a des périodes où la valorisation d'un facteur est en surchauffe, indiquant un risque potentiellement élevé de retour à la moyenne et donc de correction. Une valorisation élevée

au sein d'une stratégie d'investissement particulière indique également que cette stratégie devient victime de son propre succès. Il existe alors un danger potentiel de popularité excessive autour de ce facteur.

Ces risques sont gérés en contrôlant la valorisation d'un facteur en particulier. Quand celle-ci dépasse les moyennes historiques, c'est le signal qu'il faut réduire l'allocation de ce facteur.

La dernière étape du processus d'allocation consiste à appliquer certaines règles de gestion. Cela inclut une exposition minimum et maximum pour chaque position ainsi que des plafonds pour chaque secteur ou pays. Tout cela afin de minimiser le risque de concentration. En outre, les coûts de transaction sont regardés de près pour réduire leur impact sur la performance finale du portefeuille. ■

	Passage de... à...	Expansion Ralentissement	Ralentissement Récession	Récession Reprise
Expected drawdowns	Value	Sup.	Sup.	
	Momentum	Sup.		Sup.
	Low Volatility			
	Quality			Sup.

"Sup." : contribution en risque supérieure à la moyenne de long terme –
Source : Amundi Smart Beta, à titre d'illustration

Comment l'approche multifactorielle répond aux nouveaux besoins des investisseurs

Au-delà des fonds ouverts qu'Amundi lance prochainement, les équipes Smart Beta & Factor Investing peuvent utiliser ce processus pour construire des solutions sur-mesure à destination des investisseurs institutionnels.

Par exemple, un client institutionnel a récemment demandé à Amundi d'analyser son portefeuille actions en utilisant un cadre factoriel. Leur objectif était d'identifier les principales expositions factorielles de leur portefeuille et d'analyser les pondérations des facteurs pris individuellement.

L'analyse a mis en relief une diversification dans l'utilisation des facteurs mais avec certaines sur et sous-pondérations, qui a pu les priver de sources de performance sur les derniers mois. Ils souhaitaient disposer d'une solution pour corriger ces biais sans affecter le profil de risque global de leur portefeuille. En mettant en place un processus d'allocation multifactorielle dynamique avec Amundi, ils ont accru par exemple leur exposition au facteur "value" et mieux réparti leur exposition aux différents facteurs

individuels. Cela leur a permis de prendre le meilleur des différents comportements et cycles de ces facteurs.

Avec le développement de cette nouvelle approche du Smart Beta et de l'investissement factoriel, Amundi met en valeur sa capacité à innover et trouver des solutions répondant aux besoins des investisseurs, mettant le risque au cœur de leur stratégie pour délivrer une performance potentielle régulière sur le long terme. ■

Information promotionnelle et non contractuelle ne constituant ni un conseil en investissement, ni une recommandation d'investissement, ni une sollicitation d'achat ou de vente. L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence des informations, prévisions et analyses fournies ne sont pas garanties. Elles sont établies sur des sources considérées comme fiables et peuvent être modifiées sans préavis. Les informations et prévisions sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché constatées à un moment précis et sont susceptibles d'évolution.

Document destiné exclusivement aux Clients Professionnels au sens de la Directive européenne MIF agissant exclusivement pour compte propre.

Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats Unis d'Amérique et des "U.S. Persons", telle que cette expression est définie par la "Regulation S" de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. La définition de "US Person" vous est fournie dans les mentions légales du site www.amundi.com.

Amundi Asset Management au capital de 1,086,262,605 euros, société de gestion de Portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 04000036, siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 PARIS - France 437 574 452 RCS Paris. Informations réputées exactes à Octobre 2017.

Conception et réalisation : Studio Graphique Amundi - Direction de la Communication - Octobre 2017