



## Olivier Ginguené

Olivier Ginguené est directeur des investissements chez Pictet Asset Management. Il est responsable de l'allocation d'actifs et de l'investissement quantitatif, responsable de l'unité Stratégie et membre du conseil exécutif. Il a rejoint Pictet Asset Management en 2003. Olivier est diplômé de l'École polytechnique (Paris) et de l'École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (Paris). Il possède également un diplôme d'analyste financier agréé du CFA.

## Une prime est un facteur—mais un facteur n'est pas toujours une prime

Facteurs, primes, risques – autant de mots magiques dans le monde de la finance. Les stratégies smart beta appliquent ce concept et ont fait l'objet d'une grande attention ces dernières années. Il a été démontré que différents facteurs avaient un impact sur le profil de rendement-risque des portefeuilles et des actifs financiers. Mais les expositions factorielles ne sont pas toutes rémunérées dans la durée. Les primes de risque varient dans le temps, en fonction des cycles économiques et de l'évolution de l'intégration du marché. Dans l'allocation d'actifs au niveau mondial, il est essentiel de prendre en compte ces aspects et de puiser l'information dans un grand nombre d'actions individuelles, car cela permet de cibler les avantages de la diversification en particulier sur les marchés émergents.

Les mouvements historiques des prix d'un ensemble d'actifs ne sont en effet qu'un grand nuage de points, de dimension  $n$ -titres  $\times$   $t$ -périodes de temps. Un tel volume de données invite nécessairement à isoler des «axes principaux de dispersion», c-à-d des critères qui séparent le mieux les mouvements de prix. On trouvera ainsi que la taille ou le secteur économique d'une entreprise caractérise mieux ses rendements historiques que son logo ou que le prénom de son fondateur. La théorie financière désigne depuis 60 ans le premier de ces axes comme l'effet de marché («beta») et les suivants furent appelés «facteurs». En gestion d'actifs, identifier ces expositions factorielles permet de comprendre et d'allouer les risques d'un portefeuille. Si ces facteurs restent indépendants les uns des autres, ce sont précisément eux qui diversifient le portefeuille et en améliorent le ratio rendement-risque. Mais tous les facteurs ne sont pas des «primes», car tous ne sont pas nécessairement rémunérés sur un cycle complet. Créer de la valeur avec des facteurs non rémunérés nécessite d'en comprendre le comportement et de s'y exposer tactiquement. En revanche, s'exposer à des primes produit un excès de rendement sur un cycle complet et de façon quasi statique.

Les primes déterminent donc en priorité une allocation stratégique de long terme, alors qu'une gestion active peut intégrer un ensemble plus large de facteurs. Analyser une gestion active, c-à-d isoler le talent individuel d'un gérant («alpha»), suppose donc d'identifier si les performances proviennent de facteurs et de primes. A cet égard, la découverte d'une nouvelle prime peut ainsi réduire l'alpha mesuré. Or, seul le «pur alpha» se paye cher, et cela précisément parce que la mise en évidence des

primes révèle que ce talent, indépendant singulier et non diversifiable, est bien plus rare qu'on ne le pense.

Mais la pratique comme les études académiques suggèrent que les primes et facteurs sont instables de le temps. Ils évoluent durant les crises et aussi du fait même de leur découverte. Tel le fameux chat de Schrödinger, l'observation des facteurs en perturbe la nature car les investisseurs rationnels les arbitrent après leur révélation, si la technologie financière le permet. Ceci s'applique au beta: forte de son succès, la gestion indiciaire n'a plus de passive que le nom car l'appartenance d'un actif à un indice populaire influe parfois davantage sur sa performance que le facteur de marché lui-même. Par cette ironie, les primes de marché sont altérées par le développement même des indices qui n'ont pourtant d'autre but que de les mesurer. Cela implique 2 conséquences:

1. Tous les facteurs pouvant être victimes de cette ironie, le choix des indices n'est jamais neutre. Il ne l'a d'ailleurs jamais été et toute étude sérieuse doit prendre en compte l'ensemble le plus large possible de titres individuels, puisque le périmètre de l'étude influe probablement sur son résultat. La prise en compte de la dimension internationale, et donc de l'intégration des marchés entre eux, semble à cet égard inévitable.
2. Pour qu'une prime demeure une prime, c-à-d reste rémunérée sur un cycle complet, il faut disposer d'un rationnel économique et pas seulement d'une évidence statistique ou historique: tel est le cas des effets «taille» ou «value» robustes depuis des décennies; il reste maintenant à savoir si c'est le cas d'un facteur «intégration»?

Il est en tout cas économiquement plausible qu'un effet d'«intégration» existe dans des zones monétaires communes, des fuseaux horaires proches, et des places de marché fongibles. Il est aussi plausible que cet effet soit moins prononcé dans les pays émergents, dont les taux de change sont propres et les connexions boursières moins développées. Cela renforce l'intérêt naturel des investisseurs pour ces marchés émergents qui conservent structurellement un meilleur effet de diversification, et maintiennent leurs primes de risque face à l'ironie de la gestion indiciaire.





### Prof. Ines Chaieb

Ines Chaieb est Professeure de finance au SFI à l'Université de Genève. Ses domaines de recherche comprennent la valorisation des actifs financiers et la finance internationale.



### Prof. Olivier Scaillet

Olivier Scaillet est Professeur en probabilités et statistiques au SFI à l'Université de Genève. Sa recherche se concentre sur l'application des méthodes statistiques à la finance.

## Intégration et primes des facteurs de risque sur le marché international

Une bonne évaluation des diverses primes des facteurs de risque constitue la pierre angulaire du processus de création de portefeuilles. Il a été montré que plusieurs facteurs de risque tels que ceux de marché, de taille, de valeur, de dynamique, d'investissement et de rentabilité avaient un impact sur le profil de rendement-risque des portefeuilles. Lorsque l'on investit sur le marché international, il convient d'également prendre en compte l'intégration de marché et le risque de change lors de la sélection d'actifs. Les professeurs du SFI Ines Chaieb et Olivier Scaillet contribuent à littérature financière, avec le professeur Hugues Langlois d'HEC Paris, en employant des données portant sur des actions individuelles, au lieu d'utiliser des mesures agrégées telles que celles de portefeuilles ou d'indices, afin d'estimer les primes des facteurs de risque. Cette approche évite la dissolution d'informations due aux biais d'agrégation. Leur approche permet également aux primes des facteurs de risque de varier dans le temps au lieu d'être statiques au travers des cycles économiques. Les données révèlent que les primes estimées des facteurs de risque varient sensiblement sur le temps et à travers les pays. Les primes de marché, de valeur et de dynamique montrent plus de variabilité que les primes de taille, d'investissement et de rentabilité.

### Quelles sont les implications de votre méthodologie?

En raison de la taille même du marché mondial des capitaux, il est essentiel d'estimer au mieux les primes des facteurs de risque. Selon un récent sondage, plus d'un tiers des gérants utilisent déjà des allocations «smart beta» et un second tiers en étudie actuellement les bénéfices.<sup>1</sup> Parmi ceux ayant recours à de telles allocations, une moitié a investi plus de 20% de son portefeuille en stratégies «smart beta». Une bonne compréhension des mécanismes à l'œuvre est donc favorable à l'ensemble des acteurs financiers.

### Quels sont les avantages et les inconvénients de l'intégration des marchés financiers?

Lorsque l'intégration des marchés est imparfaite, les acteurs financiers bénéficient de la diversification de leurs placements en réduisant le risque de leur portefeuille pour un même niveau de

<sup>1</sup> FTSE Russell. (2016). "Smart beta: 2016 global survey findings from asset owners".

rendement. Dans le cas extrême d'une intégration parfaite de tous les marchés des capitaux, les investisseurs n'auraient aucun intérêt à investir dans divers marchés boursiers, vu que ceux-ci évoluent de façon parfaitement synchrone.

### Que révèlent les données concernant les primes des facteurs de risque et l'intégration des marchés?

Les résultats obtenus montrent que plusieurs facteurs de risque sont à l'œuvre. Historiquement, les facteurs de marché, de taille, de dynamique, d'investissement et de rentabilité affichent des rendements positifs dans la majorité des pays développés et émergents. Des analyses supplémentaires montrent, dans les pays développés, une prime de risque de marché de pays modeste en comparaison à la prime de marché mondial ou régional et donc un intérêt limité à la diversification. Ce résultat contraste avec celui obtenu pour les pays émergents, où la prime de risque de chaque pays tend à être plus importante que la prime de marché mondial ou régional, ce qui laisse entrevoir des bénéfices encore non-exploités à la diversification. Les estimations montrent également que les primes des facteurs de risque varient dans le temps et à travers les pays. Les primes des facteurs de marché et de valeur ont, par exemple, atteint des sommets pendant la crise financière mondiale dans les pays développés.

### Quelles sont les implications pour les acteurs du marché financier?

Une bonne compréhension de l'intégration des marchés contribue à la croissance économique et à la stabilité des marchés des capitaux, tout en offrant de meilleures opportunités de placement à long terme. Au niveau des investisseurs, les gérants connaissent les avantages théoriques de la diversification du portefeuille. Les résultats trouvés ici soulignent l'importance de recourir à une méthodologie dynamique afin de quantifier les primes des facteurs de risque et ainsi réduire la volatilité des placements, mais fournissent également le cadre conceptuel nécessaire à la mise en place de telles stratégies. Finalement, les entreprises peuvent également tirer profit de ces résultats afin de mieux estimer le coût de leur capital en se basant sur les primes des facteurs de risque estimés à l'aide d'actions individuelles.

