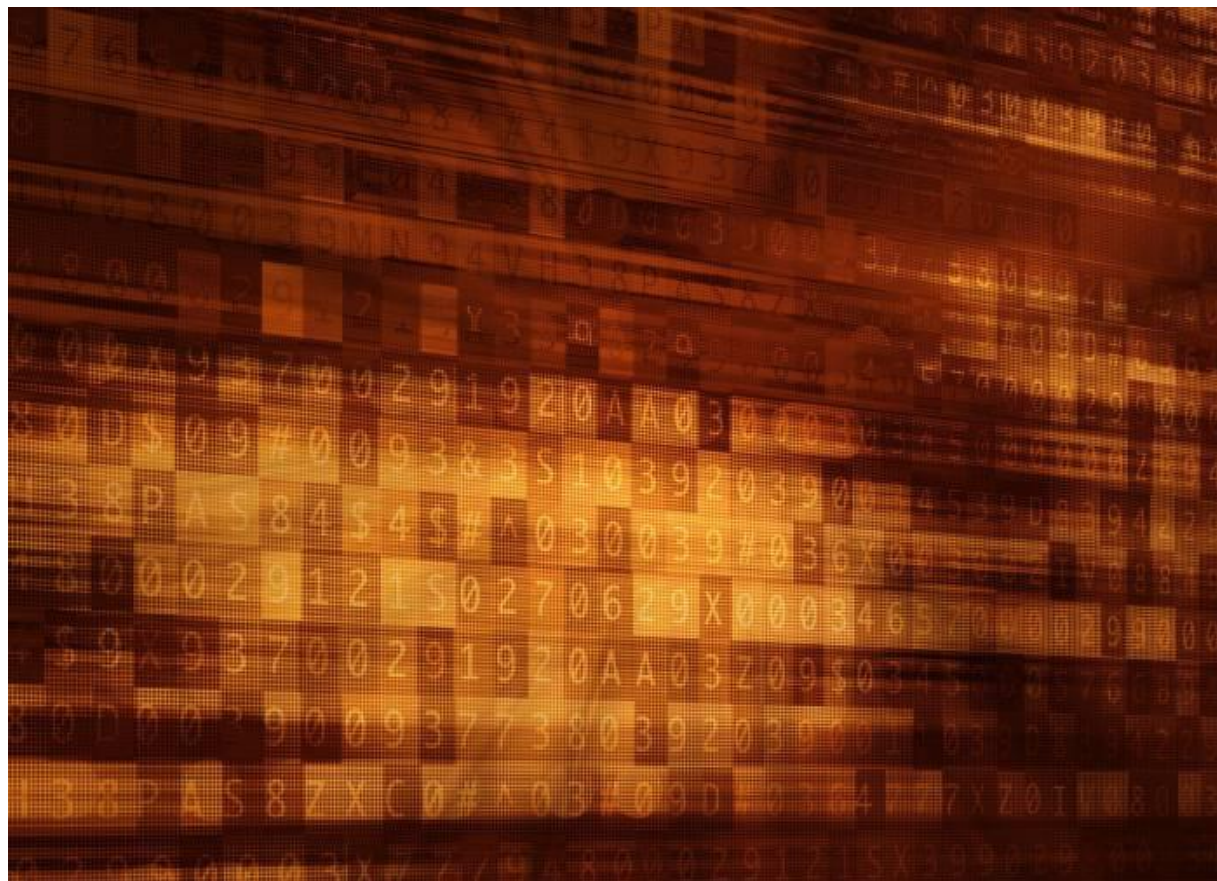


Le « risk premia » lance un défi à la gestion active

Par Valérie Riochet le 04/05/2016 L'AGEFI Hebdo

L'alpha est désormais mis à mal par des algorithmes. Il ne serait pas issu du seul talent du gérant, mais de primes de marché pouvant être systématisées.



Le '*risk premia*' sera à la gestion alternative ce que l'ETF ('*exchange-traded fund*') est à la gestion traditionnelle », prophétise Cyril Lureau, responsable *risk premia strategies* chez Eraam. Derrière cette appellation ésotérique se cache une définition simple : décorrélée du marché, la prime de risque (*risk premia*) est la partie de l'alpha qui ne provient pas du talent du gérant, donc de sa capacité à construire son portefeuille titre par titre, mais d'éléments structurels. En 2009, le fonds souverain norvégien lance un pavé dans la mare. A l'époque, The Norwegian Government Pension Fund demande aux économistes Andrew Ang, William Goetzmann et Stephen Schaefer d'analyser le rôle de la gestion active dans le rendement délivré par ses centaines de milliards d'euros.

Les conclusions sont sans appel : 70 % de l'alpha de son portefeuille est structurel. Autrement dit, l'alpha, cette performance non expliquée par le taux sans risque et le beta, n'est pas de l'alpha pur. L'émoi dans le monde institutionnel est alors considérable, de grands investisseurs étant convaincus que certains gérants actifs ont déjà fait passer pour de l'alpha ce qui n'en était pas. Aujourd'hui, cette rémunération peut être systématisée, c'est-à-dire captée par des algorithmes. Et l'industrie propose depuis peu des produits de gestion systématique « *risk premia* ». Ces fonds ouvrent une troisième voie tracée entre la gestion passive, qui délivre la

performance des marchés, et la gestion active, qui ambitionne de surperformer son ou ses marchés de référence.

Si le phénomène des portefeuilles *risk premia* proposés notamment par Eraam, Allianz GI, Unigestion, BlackRock, Lombard Odier, AQR, Rothschild/CFM, La Française Investment Solutions... est récent (2014 en Europe), et alors que de plus en plus d'ETF répliquent des facteurs de risque, cette notion est en réalité très ancienne. Depuis la nuit des temps, le gérant ambitionne de capter ces fameuses primes de risques. Grâce aux études académiques, de nouvelles primes ont pu être découvertes et définies. Thierry Roncalli, responsable de la recherche quantitative de Lyxor Asset Management, rappelle dans une de ses études que, dans les années 60, il était communément admis l'existence d'une seule prime de risque : celle des actions.

Une théorie financière définie par Treynor et Sharpe, qui au fil de l'eau s'est vue « contrariée » par d'autres travaux. « *Les chercheurs académiques ont mis en avant, outre le beta de marché, l'existence d'autres sources systématiques de rémunération dans le marché actions. Certains de ces facteurs ou primes de risque dépendent de la taille des titres, du niveau de leur valorisation ('value'), de leur tendance ('momentum') ou encore de leur risque historique* », écrit-il. Economistes et chercheurs ont ainsi établi que les plus petites entreprises surperformaient les plus grandes. Ou encore que la qualité (*quality*) d'une société était une source de prime. « *Ces entreprises, leaders sur leur marché, produisent des marges élevées capables d'absorber des périodes de crise, illustre Cyril Lureau. Parce que ces sociétés sont peu sensibles à la conjoncture, leurs actions ont une faible sensibilité au beta du marché. Si les investisseurs sont prêts à les payer un peu plus cher, ce n'est pas autant que la pérennité de leurs 'cash-flows' le mériterait. Ces entreprises de qualité génèrent donc en moyenne un surplus de rémunération par rapport au marché.* »

Facteur de risque

Si la notion de *risk premia* se comprend, la difficulté réside dans la quasi-inexistence de consensus sur sa définition. Tout d'abord, certains différencient le facteur de risque du risque de marché. « *Le facteur de risque explique les mouvements simultanés de certains titres, relève Jean-François Hirschel, directeur et responsable marketing d'Unigestion, alors que le 'risk premia' est la capacité à générer de la performance au travers de ce facteur.* » Le facteur de risque est notamment très en vogue dans l'industrie des ETF *smart beta* et de nombreux *trackers* sont aujourd'hui bâtis sur des indices actions *momentum*, *value*, taille, faible volatilité... (*lire l'encadré*). « *Il s'agit d'une classe d'actifs au sein de laquelle on sélectionne des valeurs sur la base de caractéristiques pouvant offrir un rendement additionnel* », définit Alessandro Russo, responsable *factor investing* d'Amundi ETF. Par exemple, les actions dites *low volatility* (faible volatilité) sont réputées, sur longue période, apporter une rémunération ajustée par le risque supérieure aux titres à forte volatilité. Derrière cette observation empirique se cachent... des biais humains : les valeurs à faible volatilité sont ennuyeuses ! Selon Theam, « *de nombreux gérants recherchent des performances élevées, pour satisfaire leur fierté professionnelle, avoir une prime ou pour leurs clients. Leur carrière et leur rémunération dépendent de leur capacité à générer des performances élevées, qu'ils espèrent obtenir avec des valeurs plus risquées. (...) Cependant, à y regarder de plus près, il est surprenant de constater que les actions plus risquées présentent un profil risque/rendement en réalité moins intéressant que les actions à faible volatilité* ». A côté des traditionnels facteurs de risque qui, dans tous les cas, captent le beta du marché (il s'agit de beta dits alternatifs), d'autres primes de risque dites alternatives ambitionnent de ne saisir que l'alpha structurel via des techniques issues des gérants de *hedge funds* : *carry* sur devises, stratégies de *trend following*, *long/short*, vente d'options sur taux, actions...

Ainsi, Eraam entend encapsuler, via des techniques alternatives, le *risk premia* issu des déséquilibres de marchés initiés notamment par les contraintes des investisseurs (réglementation) ou un risque économique. « *Alors que les Etats et les entreprises offrent des papiers sur des maturités 3 à 7 ans, les assureurs, pour des raisons de gestion de leur passif, doivent détenir des émissions de 20, 30 ou 50 ans, explique Cyril Lureau. Il y a donc un déséquilibre offre/demande. En achetant des obligations de court terme pour vendre celles de long terme, on tire parti de la pente de la courbe sur les maturités 3-7 ans.* » Une technique typique des fonds alternatifs. Le mécanisme est le même sur des paires de devises (*carry* sur devises). Avec en filigrane le risque économique reflété dans une monnaie. Unigestion « *ratisse* » plus large encore : le *risk premia* englobe non seulement « *des techniques de gestion très courues par les gérants de 'hedge funds'* », explique Jean-François Hirschel, mais aussi des facteurs de risque et « *la prime de liquidité provenant d'actifs illiquides tels que l'immobilier* ».

Gestion alternative 2.0

Il n'en fallait pas davantage pour que les détracteurs de la gestion active envisagent ces nouveaux produits comme substituts aux *hedge funds* purs et durs. « *Certains estiment qu'il s'agit d'aller chercher, au travers de stratégies systématiques, cette composante de l'alpha, sans payer de gérant* », atteste Guillaume Lasserre, responsable des stratégies de gestion active au sein de Lyxor Asset Management. Une valeur ajoutée répliquable à moindres coûts... Rothschild HDF Investment Solutions s'est allié au gérant alternatif Capital Fund Management (CFM) pour lancer en mai dernier R CFM Diversified. Ses frais de gestion atteignent 1,3 % annuels et les frais de surperformance sont de 10 % au-delà du taux sans risque. Soit, bon an mal an, une grille tarifaire divisée par deux, comparativement à un *hedge fund*.

Du côté des investisseurs, la formule séduit les grands fonds de pension. Le California State Teachers Retirement System (CalSTRS), dédié aux enseignants de Californie souhaite monter en charge sur sa poche *hedge funds*. Cet acteur, qui a sélectionné Lyxor pour le conseiller dans ses investissements, le sollicite désormais sur les vertus de l'approche *risk premia*. Pour d'autres, des freins sont encore à lever. « *Ces facteurs de risque et leur liens avec les titres investis ne sont pas stables dans le temps*, remarque Christophe Cattoir, responsable de la gestion d'actifs de M comme Mutuelle. *Une petite capitalisation peut ne pas le rester.* » Deux approches existent.

Pour Amundi ETF, comme pour d'autres gestionnaires d'ETF, la mise en œuvre des stratégies mono-factorielles est indicielle. « *Les fournisseurs d'indices ont une fréquence de rebalancement et des règles de construction propres à chaque facteur. Un indice 'value' peut afficher un turnover 4 à 5 fois plus élevé qu'un indice traditionnel. Ce turnover peut monter au-delà pour un indice momentum* », poursuit Alessandro Russo. Chez Rothschild HDF Investment Solutions « *le niveau de risque du portefeuille est contrôlé toutes les cinq minutes, réplique Charles Lacroix, responsable du business development. Et les positions ainsi que le levier, réajustés chaque jour. Quant au turnover sur les signaux (ou positions), il est de un à six mois, selon les sous-stratégies mises en œuvre* ». Les gestionnaires ont une réponse. Différente selon leur approche. Bien qu'encore neuf, le concept *risk premia* séduit, mais certains observateurs s'interrogent déjà sur la capacité de ces stratégies à délivrer des rendements si leur utilisation se généralisait.

A l'épreuve du temps						
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Momentum -41,3 %	Value 76,1 %	Qualité 23,3 %	Qualité -4,6 %	Value 32,8 %	Value 30,5 %	Taille 10,7 %
Marché -43,6 %	Taille 45,9 %	Momentum 22,7 %	Marché -8,1 %	Qualité 24,2 %	Momentum 29,8 %	Qualité 8,6 %
Taille -47,1 %	Qualité 40,1 %	Taille 17,7 %	Momentum -9,1 %	Momentum 24,0 %	Taille 25,0 %	Value 7,0 %
Qualité -55,4 %	Marché 31,6 %	Marché 11,4 %	Taille -23,3 %	Marché 17,3 %	Qualité 20,2 %	Marché 6,8 %
Value -68,6 %	Momentum 22,3 %	Value 1,1 %	Value -31,0 %	Taille 4,8 %	Marché 19,8 %	Momentum 5,2 %

ABCdaire

Taille

- Investir dans des actions de petites et moyennes entreprises.
- Pourquoi : Les investisseurs sont récompensés pour leur prise de risque supplémentaire dans de petites sociétés à fort potentiel de croissance.

Valeur

- Investir dans des actions sous-évaluées.
- Pourquoi : espoir d'une surperformance future.

Momentum

- Investir dans des entreprises qui ont tendance à surperformer dans un marché haussier.
- Pourquoi : le comportement moutonnier des investisseurs peut conduire à une surperformance persistante dans un marché haussier.

Faible volatilité

- Investir dans les sociétés qui présentent une volatilité plus faible par rapport à leurs pairs.
- Pourquoi : les actions dont les mouvements de prix sont plus stables surperforment sur le long terme.

Source : Amundi ETF

250, c'est le nombre estimé de primes de risques. Toutes ne sont pas suffisamment stables pour être reprises par les gérants.

Rendement et risque sur 10 ans des indices factoriels						
	Value	Qualité	LowVol	Taille	Momentum	Indice
Rendement	13,14 %	11,32 %	11,90 %	13,96 %	10,70 %	9,16 %
Volatilité	17,58 %	11,99 %	14,59 %	20,30 %	17,17 %	16,84 %
Ratio de Sharpe	0,64	0,78	0,68	0,59	0,51	0,43
Tracking error	10,92 %	11,83 %	4,67 %	7,10 %	7,55 %	-

*Fin juillet 2014

Source : Lyxor AM