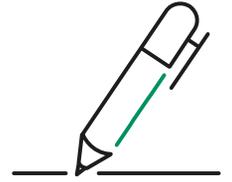


PODCAST TALKING HEADS



Par **Daniel Morris**, Responsable de la stratégie de marché | **Frédéric Abergel**, Analyste quantitatif senior

INVESTISSEMENT QUANTITATIF : LE RECOURS AUX FAITS POUR SÉLECTIONNER DES TITRES

Daniel Morris : Bonjour et bienvenue dans le podcast Talking heads de BNP Paribas Asset Management. Chaque semaine, Talking heads vous apporte des réflexions et une analyse approfondie des sujets qui comptent vraiment pour les investisseurs. Dans cet épisode, nous allons parler de l'investissement quantitatif. Je suis Daniel Morris, Responsable de la stratégie de marché, et j'ai la joie d'accueillir Frédéric Abergel, Analyste quantitatif senior. Bienvenue Frédéric, et merci de votre participation.

Frédéric Abergel : Bonjour Daniel. Je suis très heureux d'être ici et de partager avec vous quelques réflexions sur l'investissement quantitatif...

Daniel Morris : À titre d'introduction, les rendements de presque toutes les classes d'actifs ont été négatifs en 2022, à quelques exceptions près. Il n'y avait nulle part où se cacher. Et même si l'on espère que les choses iront mieux cette année, les risques restent nombreux. Cela nous amène à réfléchir encore davantage à certaines des caractéristiques que nous aimerions avoir en portefeuille. Par exemple, toujours plus de diversification pour tenter d'atténuer davantage le risque baissier. Comment protéger les portefeuilles ? L'investissement quantitatif peut constituer une solution au moins partielle à certains de ces problèmes. Pour commencer, pour les non-spécialistes, pouvez-vous nous décrire brièvement ce qu'est l'investissement quantitatif et quels sont les facteurs ou signaux que vous recherchez ? Et ensuite, comment les transformer en une stratégie d'investissement ?

Frédéric Abergel : Je commencerai par une opposition classique entre faits et convictions. Traditionnellement, l'investissement est une question de convictions. Vous pensez que certains actifs vont gagner ou surperformer pour une raison quelconque et vous transformez ces convictions en placements. L'investissement quantitatif est plus axé sur les faits.

Lorsque je parle de faits en matière d'investissement quantitatif, j'entends par là des faits statistiques. C'est ce que d'autres appelleraient des anomalies de marché ou des caractéristiques que vous pouvez identifier en observant le marché, les actifs, les bilans ou la structure capitalistique d'une entreprise. Ces faits vont statistiquement surperformer ou sous-performer en moyenne. L'investissement quantitatif consiste à analyser une multitude de séries chronologiques de données, qu'il s'agisse de données de marché ou de données bilancielle, de données d'opinion et d'aversion au risque, de données d'actualité, etc., et à essayer d'en extraire des signaux d'investissement qui sont résolument positifs au fil des années. J'aime le mot signal parce que c'est vraiment ce que vous voulez faire. Quelqu'un vous fait signe d'acheter ou de vendre quelque chose. Il est plus traditionnel de les appeler des facteurs. Certains d'entre eux ont été identifiés il y a bien longtemps. Ce qu'ils sont, c'est essentiellement un moyen de transgresser l'[hypothèse de marché efficient](#). De nombreuses personnes ont identifié des facteurs qui, si vous les appliquez à un univers d'actions, classeront les actions selon leurs performances. Par exemple, vous pouvez penser au facteur de la dynamique. Le facteur de la dynamique consiste essentiellement à dire qu'une action qui a surperformé l'année dernière, disons, aura tendance à continuer dans cette dynamique de surperformance. De même, les entreprises peu performantes auront tendance à continuer de l'être. Cela vous donne donc un certain pouvoir de prédiction sur l'avenir. Un autre facteur bien connu est l'anomalie de faible risque. Les actifs dont la volatilité est faible ont tendance à afficher une performance supérieure à celle d'autres actions plus volatiles. Il s'agit généralement de facteurs issus de données de marché. D'autres facteurs proviennent de données bilancielle. Généralement, les actions de qualité ou les actions *value* sont déterminées en fonction de leur ratio cours/bénéfices ou de leur valeur relative par rapport à leurs flux de trésorerie. Nous continuons à rechercher de nouveaux facteurs : les données issues de l'analyse de l'aversion au risque vis-à-vis d'une entreprise, c'est-à-dire ce que les gens pensent de positif ou de négatif d'une entreprise, et aussi les données provenant de la chaîne d'approvisionnement, c'est-à-dire l'interaction entre une entreprise et ses fournisseurs ou ses clients. Maintenant, comment transformer un signal en stratégie ? Eh bien, le principe est assez simple. Il faut classer votre univers d'investissement. Donc, en supposant que vous regardiez les valeurs du S&P 500 et que vous examiniez le facteur de la dynamique, vous essayez de classer les actions selon qu'elles aient une dynamique positive élevée ou une dynamique négative faible. De cette façon, vous êtes en mesure de construire ce que nous appelons un portefeuille long-short, qui consiste à acheter les gagnants et à vendre les perdants. C'est la manière efficace de construire un portefeuille à partir d'un signal basé sur un facteur. Bien entendu, il n'est pas toujours possible d'adopter une stratégie de type long-short. Beaucoup de



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

nos clients ont des contraintes concernant les fonds que nous leur vendons : ils ne peuvent investir que dans des fonds à long terme, par exemple. Nous ne pouvons donc pas vendre les perdants. Mais il est important de comprendre que nous commençons par avoir une vision du monde, puis nous classons l'univers en bonnes actions, ou bons actifs et mauvais actifs. Entre les deux, il y a un continuum d'actifs.

Daniel Morris : Vous avez parlé de la façon dont vous déterminez les actions dans lesquelles vous voulez investir. Parallèlement, pour tout portefeuille, la gestion des risques est un élément essentiel d'une bonne gestion de portefeuille. Par exemple, la plupart des investisseurs comprennent qu'il faut prendre en compte le risque de concentration. Quel est le rôle de la gestion des risques pour une stratégie d'investissement quantitative ?

Frédéric Abergel : Le modèle de risque joue plusieurs rôles importants et assez différents dans l'élaboration d'une stratégie d'investissement quantitative. Pour en revenir au portefeuille long-short, il s'agit d'attribuer à chaque action une pondération en portefeuille. Ces quantités sont basées sur les risques. Si vous voulez acheter une action qui est très bien classée en termes, par exemple, du facteur de la dynamique ou du facteur de qualité, mais qui a un ratio de Sharpe plus faible qu'une action avec un classement similaire, mais une volatilité plus faible, le rôle du modèle de risque est d'allouer une pondération à chaque action en fonction du risque que vous visez pour votre portefeuille. Pour un portefeuille long-only, vous ne pouvez pas vendre à découvert une action, mais vous pouvez toujours acheter une action qui a une corrélation négative avec une autre action. C'est une autre capacité offerte par le modèle de risque que vous ne pourriez pas prévoir en regardant simplement le classement selon le facteur. Le rôle d'un modèle de risque est également de mesurer les risques. Il est très important que la diversification puisse être mise en place en partant d'un univers suffisamment large, afin que le portefeuille ne soit pas concentré sur un trop petit nombre de valeurs. Généralement, dans un univers comme celui du S&P 500, le modèle de risque que nous utiliserons pour la construction du portefeuille attribue des pondérations plus ou moins identiques à chaque action de l'univers. Par construction, vous aurez donc un portefeuille plutôt diversifié. Permettez-moi maintenant de me concentrer sur le rôle spécifique d'un modèle de risque pour l'investissement multifactoriel, c'est-à-dire un portefeuille multifactoriel qui ne repose pas sur un seul facteur, par exemple une stratégie de dynamique pure ou une stratégie de valeur pure, mais plutôt sur une combinaison de facteurs qui, au final, tend à vous éviter d'être coincé avec un facteur qui n'a pas performé pendant longtemps et à vous permettre de bénéficier de différents facteurs non corrélés. Nous avons récemment développé une méthodologie basée sur le modèle de risque factoriel transversal qui est nouveau et efficace pour nos stratégies d'investissement multifactorielles.

Daniel Morris : Nous avons parlé de la façon dont vous utilisez un modèle de risque pour construire un portefeuille. Comment analyser la performance d'un portefeuille multifactoriel ?

Frédéric Abergel : Le moyen le plus simple est d'examiner un back-test. En supposant que vous ayez défini une allocation théorique de portefeuille, vous prenez une série chronologique aussi longue que possible, peut-être 30 ans d'histoire de l'univers dans lequel vous allez investir. Ensuite, vous examinez les performances de ces stratégies. Vous regardez le ratio d'information, donc la performance divisée par le risque. Vous regardez la surperformance par rapport à l'indice de référence et non la performance absolue. L'approche du back-testing vous permettra de savoir s'il y a quelque chose à gagner à suivre cette stratégie. Toutefois, cela n'est pas suffisant, car un back-test n'est qu'une voie parmi d'autres. Il faut ensuite regarder le ratio d'information glissant. Disons que vous disposez d'une fenêtre d'un an, que vous déplacez cette fenêtre le long de votre période de back-testing, et que vous examinez la performance du portefeuille, vous vous demandez quel a été le risque du portefeuille, quel est le ratio de Sharpe, etc. Cela vous donne une année complète d'historique dans laquelle vous pouvez mesurer la performance du portefeuille. Cela vous permettra d'être beaucoup plus confiant dans la réalisation de la stratégie et de savoir si elle est réellement efficace et pas trop risquée. Une fois que vous avez tout ça, vous pouvez aller plus loin. Vous devriez vous pencher sur les événements extrêmes, lorsque les performances sont très négatives. Vous ne vous souciez pas vraiment des événements extrêmes très positifs parce qu'ils sont justement positifs. Comme les pertes, les événements extrêmes très négatifs ne sont pas les bienvenus. Vous identifiez les rendements qui sont, disons, inférieurs à deux ou trois fois l'écart-type. Vous pouvez alors évaluer s'ils se produisent trop souvent par rapport à votre hypothèse initiale, malheureusement, ou s'ils se produisent, mais pas trop souvent. Il s'agit d'une troisième analyse, plus approfondie, de la performance d'un portefeuille multifactoriel, ce qui est important.

Daniel Morris : Frédéric, merci beaucoup de votre présence.

Frédéric Abergel : Eh bien, merci Daniel. Ce fût un plaisir.