

Associer des facteurs défensifs peut aider à obtenir des rendements supérieurs corrigés du risque

Stratégie Invesco Pan European Structured Equity

Juillet 2020

Ce document marketing est exclusivement destiné aux clients professionnels et aux conseillers financiers en France. Il n'est pas pour l'usage des clients non professionnels. Merci de ne pas le redistribuer.

L'investissement factoriel a pour objectif de bénéficier des caractéristiques des actions qui expliquent leur performance à long terme. Fort de plus de 35 ans d'expérience, Invesco Quantitative Strategies construit des portefeuilles en utilisant ces facteurs pour obtenir des résultats d'investissement intéressants pour les clients. La stratégie Invesco Pan European Structured Equity combine des expositions à des facteurs tels que le Momentum, la Qualité et la Valeur avec une Faible Volatilité pour naviguer dans différents environnements de marché.

Introduction à l'investissement factoriel

Qu'est-ce qui détermine les rendements des actions?

Les actions offrent un rendement en contrepartie du risque d'investissement à long terme. La question pour un investisseur est de savoir comment identifier les actions ayant le meilleur potentiel de rendement compte tenu de leurs risques d'investissement inhérents. Si chaque action présente des caractéristiques uniques, elle peut aussi présenter des similitudes avec d'autres actions. L'approche fondamentale bottom-up et l'investissement factoriel comptent parmi les différents processus de sélection des actions.

Les gérants de fonds fondamentaux ont tendance à effectuer des recherches sur les entreprises afin d'identifier les actions attrayantes dont ils anticipent une

surperformance dans un environnement commercial, macroéconomique et de marché donné. Leurs opinions débouchent généralement sur des portefeuilles à forte conviction qui visent à bénéficier principalement des moteurs de performance spécifiques à chaque action.

À l'inverse, l'investisseur factoriel analyse le marché boursier en fonction des moteurs de rendement, lesdits facteurs. Ces derniers, qui ont été identifiés par la recherche scientifique, expliquent la majorité des performances boursières à long terme. Pour tenir compte de ces facteurs, un gérant de portefeuille sélectionne systématiquement des actions en fonction d'un ensemble donné de caractéristiques.



Alors qu'un gérant fondamental vise à construire des portefeuilles de risques spécifiques aux actions, l'objectif d'un investisseur factoriel est de diversifier les risques spécifiques aux actions en construisant des portefeuilles ayant une exposition aux caractéristiques des facteurs souhaités.

Comment déterminer un facteur significatif?

Certains facteurs transitoires expliquent les différences de rendement entre les actions dans certains environnements de marché, mais ne reflètent pas le comportement du marché à long terme. Ainsi, le cours d'une action d'une entreprise d'un pays développé ayant une présence dans les pays émergents peut être plus élevé pendant de courtes périodes de croissance rapide des marchés émergents, ce qui amplifie les dispersions de rendement au sein des marchés développés uniquement au cours de ces périodes. En outre, il existe des facteurs à court terme qui influencent chaque marché individuel, tels que les fluctuations du sentiment des investisseurs, la liquidité disponible sur le marché et l'environnement économique qui peuvent avoir un impact sur le prix des titres.

D'autre part, il existe des facteurs de rendement à long terme qui expliquent les différences de rendement et de risque entre les actions sur plusieurs marchés pendant de longues périodes. Les facteurs les plus reconnus sont le Momentum, la Qualité, la Valeur, la Taille et la Faible Volatilité. Ces facteurs ont été établis sur la base de recherches solides et ont démontré leur capacité à améliorer les performances ajustées au risque au fil du temps.

Sur quels facteurs les investisseurs à long terme devraient-ils se concentrer?

Pour ce qui concerne le facteur Momentum, il faut tenir compte à la fois de la dynamique des prix et des bénéfices. La dynamique des prix fait référence aux mouvements récents des cours des actions, ces dernières étant susceptibles d'être achetées si elles viennent d'enregistrer de bonnes performances et d'être vendues si leurs performances ont été médiocres. De même, la dynamique des bénéfices est définie comme la tendance récente en matière de bénéfices surprises ou de changements dans les prévisions de bénéfices.

Le facteur « Qualité » implique de se concentrer sur les actions d'entreprises de grande qualité. En règle générale, les actions des entreprises très rentables et/ou moins endettées obtiennent de meilleures performances corrigées du risque que les entreprises moins rentables ou très endettées.

Du point de vue du facteur « Valeur », l'accent est mis sur les actions dont le prix est inférieur à celui d'autres actions similaires. L'hypothèse est que, sur le long terme, l'achat d'actions à des valorisations plus faibles donnera lieu à des rendements plus élevés lorsque ces dernières auront retrouvé leur véritable valeur intrinsèque.

Pour ce qui est du facteur « Taille » (c'est-à-dire les petites capitalisations), l'accent est mis sur les actions des petites entreprises, en espérant qu'elles surperforment celles des grandes entreprises.

Le facteur de (faible) Volatilité (également appelé volatilité minimale) implique que les actions associées à une volatilité plus faible affichent de meilleures performances, corrigées des risques, que celles dont la volatilité est plus élevée.

Tous les facteurs susmentionnés contribuent à expliquer le risque et le rendement des actions et ont contribué à surperformer le marché à long terme, sur une base corrigée du risque. Étant donné qu'ils possèdent des attributs différents, les facteurs se comportent différemment à différents stades du cycle économique.

Pourquoi les facteurs persistent-ils sur le long terme?

Des preuves empiriques significatives ont démontré que les primes de facteurs (c'est-à-dire les rendements supérieurs à ceux du marché), tout comme les primes de risque sur actions, sont une composante durable des marchés. Les rendements des facteurs peuvent fluctuer à court terme, mais ils génèrent des primes positives sur le long terme.

Les recherches sur les raisons de la persistance des primes de facteurs sur les marchés mettent en évidence plusieurs raisons possibles. Ces dernières sont

Figure 1
Facteurs clés

	Cherche à capter	Généralement capté par
Momentum	Rendement excédentaire d'actions ayant un meilleur historique de performances	Rendements relatifs (6 mois, 12 mois, généralement en excluant le dernier mois), révisions des bénéfices
Qualité	Rendement excédentaire d'actions caractérisées par un faible endettement, une croissance stable des bénéfices, une rentabilité et d'autres paramètres de « qualité »	Rendement des capitaux propres, stabilité des bénéfices, stabilité de la croissance des dividendes, solidité du bilan, levier financier
Valeur	Rendement excédentaire d'actions dont les cours sont bas par rapport à ceux de leurs pairs dont les cours sont plus élevés à long terme	P/B, ratio cours/bénéfices, rendement trésorerie
Taille	Rendement excédentaire des petites entreprises (par capitalisation boursière)	Capitalisation boursière (totalité ou flottant)
Faible volatilité	Rendement excédentaire corrigé des risques d'actions dont la volatilité ou le bêta est inférieur à la moyenne	Écart-type (1 an, 2 ans), écart-type à la baisse, écart-type des rendements idiosyncrasiques, bêta

Source : Invesco. Cette représentation schématique est présentée uniquement à titre illustratif.

souvent réparties en trois groupes différents : les primes de risque, les logiques de comportement et la structure du marché.

Une prime de risque est considérée comme une récompense en contrepartie du risque systématique assumé, au même titre que les investisseurs en actions s'attendent à gagner une prime sur des actifs moins risqués. Cela signifie que la prime de rendement associée à ce facteur ne peut être obtenue que si l'on est prêt à accepter le risque de ce facteur. Ainsi, la prime de valeur (et aussi de taille) est considérée par certains comme une compensation pour le risque de défaillance plus élevé des entreprises « value ».

Les logiques de comportement qui sous-tendent la performance des facteurs, issues de la finance comportementale, sont utilisées pour expliquer les caractéristiques du marché qui semblent impliquer un comportement irrationnel des investisseurs. Ainsi, la performance des facteurs de momentum est souvent décrite comme un phénomène comportemental qui peut être observé lorsque les investisseurs réagissent de manière insuffisante ou excessive aux événements.

Les logiques de structure du marché impliquent que la prime du facteur résulte de la structure du secteur ou du marché, de sorte que certaines catégories d'investisseurs ou stratégies d'investissement peuvent obtenir des rendements anormaux, comme ceux générés par une stratégie de vente à découvert.

Bien que l'avantage de l'utilisation de stratégies de facteurs puisse être réduit par des effets d'encombrement si un facteur gagne en popularité, les résultats de recherches, révélant la persistance des rendements des facteurs à long terme, indiquent que

les moteurs sous-jacents de ces facteurs ne disparaissent pas. En fait, nous pensons que la persistance des rendements excédentaires de ces facteurs est si manifeste que leur utilisation, même à petite dose, est efficace.

Comment les différents facteurs se comportent-ils au cours d'un cycle économique ?

En période de reprise, les petites entreprises (facteur de taille) ont tendance à mieux se comporter, tout comme les actions Value. Ultérieurement, lorsque la croissance reste positive mais ralentit, les actions de qualité réalisent des performances supérieures tandis que les stratégies de momentum démontrent leur potentiel sur les marchés avec des tendances persistantes. Les stratégies de qualité et de faible volatilité, en revanche, ont tendance à être particulièrement performantes en période de crise.

Cependant, le timing des facteurs est difficile et nos recherches ont montré qu'il n'était pas rentable lorsque les coûts de transaction sont pris en considération. S'il est très facile de comprendre le comportement des facteurs lorsque le cycle économique est connu, il est beaucoup plus difficile de prévoir le comportement des facteurs à l'avenir. Il nous semble qu'un modèle multifactoriel bien diversifié est donc particulièrement apte à offrir des rendements intéressants sur un cycle de marché complet.

Il est important d'avoir à l'esprit que chaque portefeuille possède certains attributs de facteurs intégrés qui ont un impact sur son profil de risque et de rendement. La question n'est donc pas de savoir s'il faut s'exposer à des facteurs, mais plutôt d'y être exposé explicitement ou implicitement.

Stratégies quantitatives Invesco

Depuis 1983, Invesco Quantitative Strategies (IQS) met en œuvre avec succès des stratégies multifactorielles diversifiées ayant pour objectif de capter les primes liées aux facteurs, indépendamment de l'environnement du marché et des considérations de timing. Depuis 2006, l'équipe gère des stratégies d'actions multifactorielles à faible volatilité visant à offrir une performance supérieure à long terme, avec un niveau de volatilité inférieur au marché.

Aujourd'hui, IQS représente l'une des plus grandes équipes de gestion quantitative en actions d'Europe, avec plus de 40 membres à Francfort. En comptant ses membres situés aux États-Unis et en Australie, cette équipe totalise plus de 60 personnes. Elle est divisée en deux secteurs : l'équipe de recherche, qui suit et développe le modèle multifactoriel propriétaire, et l'équipe de gestion de portefeuille qui est responsable de la construction et de la mise en œuvre du portefeuille, ainsi que de la communication sur les investissements.

Processus d'investissement

Le processus d'investissement s'appuie sur trois principaux facteurs de rendement : Momentum, Qualité et Valeur. Sur la base de recherches approfondies sur les facteurs, l'équipe utilise des définitions de facteurs exclusives qui devraient permettre d'obtenir des rendements supérieurs à ceux des définitions standard de l'industrie.

Que désignent les définitions propriétaires?

Ces définitions comprennent l'application de mesures du rapport prix/flux de trésorerie au sein du facteur valeur, des mesures sophistiquées de la dynamique des prix et des bénéfices ainsi que des composantes de qualité, telles que de bons fondamentaux (solidité du bilan) ou une croissance de l'actif net (sachant qu'une croissance très élevée de l'actif suggère généralement une performance future plus faible).

Ces définitions des facteurs IQS sont basées sur des recherches académiques largement reconnues. L'amélioration des définitions ainsi que l'utilisation de sources de données alternatives sont au cœur de notre processus de recherche. Pour un aperçu des facteurs appliqués dans notre processus, veuillez consulter la figure 2 ci-dessous.

Les marchés étant en constante évolution, l'équipe remet continuellement en question le processus d'investissement. L'évolution du modèle est traitée avec un soin particulier et les changements ne sont mis en œuvre que si des recherches approfondies démontrent qu'ils pourraient améliorer le processus. Parmi les améliorations récentes figure un indicateur de sentiment linguistique qui complète nos facteurs de dynamique des bénéficiaires.

Figure 2

Modèle factoriel : nos sources de récompense attendues - une combinaison judicieuse de signaux

Facteurs Equilibrés et éprouvés	Momentum		Qualité	Valeur
	Momentum bénéfices	Momentum prix		
Signaux propriétaires Quantifiables, prédictifs, complémentaires	- Momentum bénéfices	- Momentum spécifique	- Financement extérieur net	- Rendement trésorerie
	- Révisions Bénéfices / CA	- Momentum corrigé du risque	- Actifs d'exploitation nets	- Rendement brut
	- Révisions vs tendance	- Momentum événement	- Rentabilité & efficacité opérationnelle	- Rendement des bénéfices
	- Surprise trésorerie	- Intérêt court terme	- Solidité des fondamentaux	- Rendement comptable
	- Sentiment linguistique		- Intégrité comptable	- Rendement des dividendes

Source : Invesco. Au 30 juin 2020. Uniquement à titre illustratif. Tous les signaux ne sont pas utilisés dans chaque région et sous-modèle. Les signaux ont souvent des sous-composantes. Des signaux supplémentaires sont utilisés dans des sous-modèles spécifiques et les définitions peuvent varier d'une région à l'autre.

Quelles sont les étapes du processus d'investissement?

L'équipe calcule quotidiennement les scores des facteurs pour toutes les actions de l'univers d'investissement européen (près de 1 000 entreprises). Ces scores sont ensuite comparés à l'exposition moyenne aux facteurs de toutes les autres entreprises du même groupe de pairs (c'est-à-dire du même secteur et de la même région). Au cours de la dernière étape, tous les scores de facteurs sont agrégés en un score d'attractivité multifactorielle pour chaque action. Plus le score est élevé, plus l'action reflète les caractéristiques visées qui sont à l'origine du rendement.

Dans le même temps, un modèle de risque propriétaire détermine une prévision de risque correspondante pour chaque action de l'univers en utilisant les mêmes éléments constitutifs multifactoriels. L'évaluation du risque comprend également une mesure de la volatilité d'une action ainsi que des effets de corrélation.

Dans le cadre d'un processus d'optimisation du portefeuille, on détermine la combinaison d'actions permettant de maximiser l'exposition aux facteurs de rendement souhaitée pour un niveau cible de volatilité du portefeuille. Les caractéristiques de liquidité et les paramètres de diversification sont intégrés dans le processus d'optimisation, la volatilité cible se situant généralement à mi-chemin entre le risque de marché et le risque le plus faible possible d'un portefeuille entièrement investi (c'est-à-dire le portefeuille à variance minimale).

Comment notre stratégie multi-factorielle à faible volatilité est-elle mise en œuvre ?

Grâce à cette approche d'optimisation agnostique de référence, le portefeuille est exposé à deux autres caractéristiques de facteurs qui peuvent améliorer la performance ajustée au risque sur le cycle, à savoir la faible volatilité et la taille. Des recherches (Haugen et Heins¹) ont montré qu'un risque plus élevé ne se traduit pas nécessairement par des rendements plus élevés et que des actions à faible volatilité peuvent surperformer celles à forte volatilité à long terme, sur une base ajustée au risque.

Cela nous a amenés à penser que mener une stratégie visant à réaliser des rendements, tout en prenant des risques inférieurs au niveau de risque du marché, est une option attrayante pour les investisseurs. C'est l'un des deux objectifs que vise notre stratégie de faible volatilité multifactorielle :

- 1) Rendements supérieurs au marché grâce à une exposition aux facteurs de Qualité, de Valeur et de Momentum.
- 2) Réaliser des rendements avec un niveau de risque inférieur à celui du marché en ayant recours à une stratégie de faible volatilité.

Pour atteindre ces deux objectifs, le portefeuille n'investit que dans les actions qui présentent l'exposition aux facteurs souhaitée. Alors que les indices traditionnels peuvent appliquer un système de pondération en fonction de la capitalisation boursière, les pondérations de cette stratégie sont dérivées des expositions aux facteurs des actions. Il en résulte un « effet de taille » (c'est-à-dire une capitalisation boursière moyenne inférieure à celle de l'indice).

Le portefeuille qui en résulte contient généralement un mix de plus de 100 actions, avec des expositions aux facteurs diversifiées visant à capturer les primes à long terme des facteurs Momentum, Qualité, Valeur, Taille et Faible Volatilité. Sa part active par rapport à l'indice MSCI Europe devrait se situer dans une fourchette de 75 à 80 %.

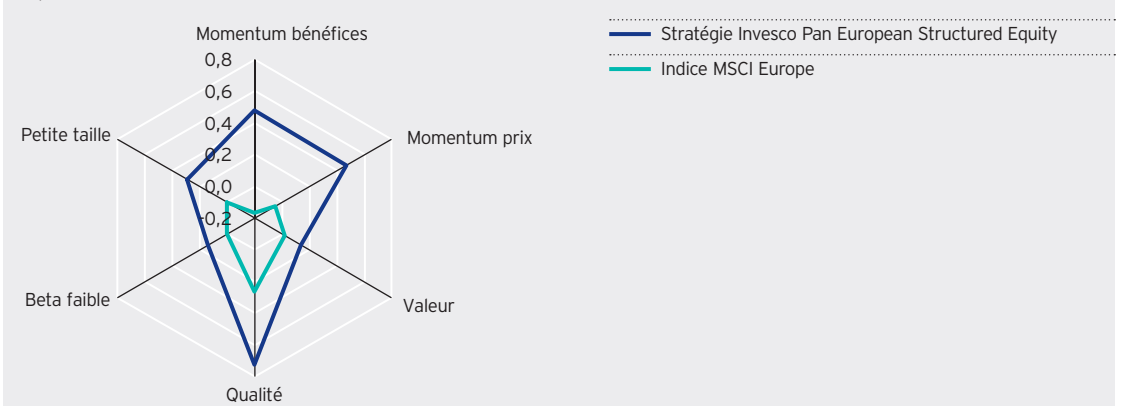
Le processus est généralement très souple et peut s'adapter aux besoins de chaque client. Ces dernières années, les directives ESG ont gagné en importance auprès de nos clients et peuvent être mises en œuvre dans des comptes séparés. Il va sans dire que les aspects ESG font partie intégrante du processus d'investissement, pris en compte dans le cadre du facteur qualité ainsi que dans le processus de gestion des risques.

Stratégie Invesco Pan European Structured Equity : Positionnement & Performance

La meilleure représentation du positionnement du portefeuille est celle de son exposition aux facteurs. Elle est illustrée dans le graphique en toile d'araignée ci-contre (figure 3). Il compare les expositions aux facteurs de l'indice (en bleu clair) aux expositions du portefeuille (en bleu foncé). À mesure que l'échelle progresse du centre vers la périphérie, la stratégie montre des expositions plus élevées à toutes les caractéristiques des facteurs qui offrent un potentiel de performance ajustée au risque supérieur sur un cycle de marché complet.

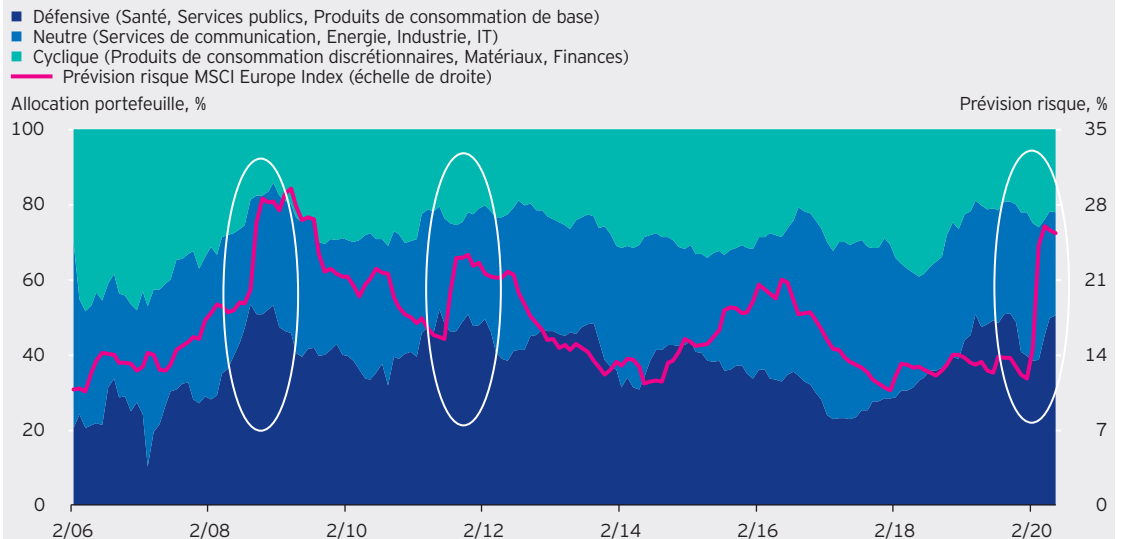
Les positions par secteur et par pays sont le résultat du processus d'optimisation qui étudie l'exposition des actions aux facteurs par rapport à leur contribution au risque du portefeuille. Elles sont évaluées et comparées à leurs pairs de la même région et du même secteur, afin d'identifier les entreprises intéressantes du point de vue du rendement.

Figure 3
Expositions aux facteurs standardisés*



Source : Invesco, au 30 juin 2020. Les informations ci-dessus sont basées sur une analyse utilisant notre modèle de risque propriétaire. *L'exposition aux facteurs est mesurée en écarts types par rapport à la référence. Le faible bêta est mesuré en fonction de l'écart par rapport à l'indice de référence.

Figure 4
Pondérations sectorielles mensuelles absolues de la stratégie Pan European Structured Equity



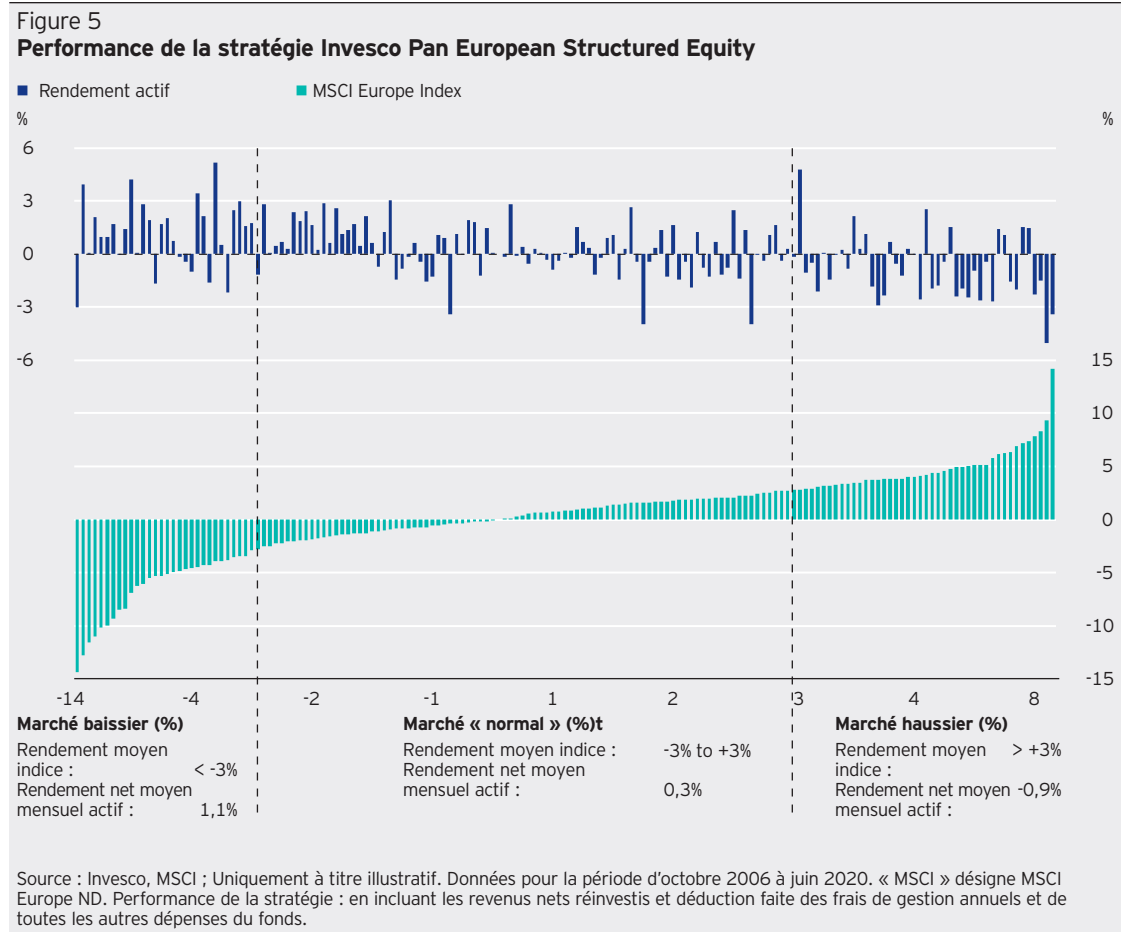
Source : Invesco, MSCI and Morningstar. Les pondérations sectorielles peuvent changer à tout moment et sans préavis. Les données se rapportent à la stratégie Invesco Pan European Structured Equity. La classification est basée sur la structure sectorielle des actions Morningstar.

Quel est l'impact des paramètres de risque sur l'allocation du portefeuille?

En période de faible volatilité des marchés, il y a peu de différenciation des risques entre les secteurs cycliques et défensifs, ce qui se traduit par une allocation plus importante de titres cycliques. En période de turbulences sur les marchés, comme la crise financière mondiale ou la liquidation due au Covid-19, l'écart de risque entre les secteurs risqués et défensifs se creuse, ce qui entraîne un déplacement du portefeuille vers des secteurs plus défensifs. Cela permet à la stratégie de bénéficier d'actions attrayantes dans tous les secteurs, tout en s'orientant vers un positionnement moins risqué lorsque cela est nécessaire.

En outre, l'optimisation pénalise également les industries/pays qui connaissent des pics de risque soudains. La figure 4 montre la répartition sectorielle absolue de la stratégie depuis son lancement en 2006, tandis que la ligne rose illustre le risque prévu par notre modèle de risque propriétaire.

On peut voir que la crise financière mondiale (2008/09), la crise de la dette européenne (2011) ainsi que la liquidation due au Covid-19 ont toutes été accompagnées de pics dans les niveaux de risque prévus et ont donc conduit à un déplacement vers les secteurs plus défensifs.



Quelle a été la performance de la stratégie?

La stratégie a été en mesure d'offrir des rendements attrayants à un niveau de risque réduit, grâce à son approche multifactorielle et à son objectif de faible volatilité. La Figure 5 montre les rendements mensuels du MSCI Europe en bas et en haut du graphique, les rendements actifs de la stratégie pour le mois correspondant.

Au cours des mois négatifs, lorsque les marchés ont baissé de 3% ou plus, la stratégie a réalisé une surperformance mensuelle moyenne de 1,1%, résultat qui met en évidence sa nature défensive. En période de marché « normal », la stratégie a bénéficié de son approche multifactorielle, avec 30 points de base supplémentaires en moyenne par rapport au rendement de référence. Par ailleurs, sur les marchés en hausse, la nature défensive de la stratégie a limité la participation à la hausse dans une certaine mesure (de 0,9% en moyenne).

Alors que la stratégie a bénéficié d'environ 93% des mouvements à la hausse du marché, elle n'a subi que 75% des rendements à la baisse, ce qui a permis de générer un rendement excédentaire significatif par rapport à l'indice MSCI Europe depuis sa création en 2006. Le bêta moyen historique a été de 0,85. Au total, cette approche permet d'obtenir un portefeuille d'actions de grande capitalisation neutre sur le plan du style, que nombre de nos investisseurs utilisent comme une participation en actions stratégique.

Perspectives

Malgré les récents défis que les marchés présentent aux stratégies multifactorielles, nous sommes optimistes pour l'avenir. Les logiques qui sous-tendent nos facteurs restent inchangées et offrent une valeur ajoutée sur l'ensemble du cycle économique. Dans un contexte de turbulence des marchés et d'incertitude quant à l'avenir économique de l'Europe, les stratégies défensives à faible volatilité pourraient constituer un élément de base précieux pour constituer portefeuilles, en permettant aux investisseurs de participer à une reprise du marché tout en étant bien positionnés pour faire face à d'éventuels revers.

Note

1 Robert A. Haugen et James A. Heins, "On the Evidence Supporting the Existence of Risk Premiums in the Capital Market" (1er décembre 1972). Disponible sur le site SSRN : <https://ssrn.com/abstract=1783797> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1783797>

Avertissements sur les risques

La valeur des investissements et les revenus vont fluctuer, ce qui peut en partie être le résultat des fluctuations de taux de change et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant total de leurs investissements initiaux.

Informations importantes

Ce document marketing est exclusivement destiné aux clients professionnels et aux conseillers financiers en France. Il n'est pas pour l'usage des clients non professionnels. Merci de ne pas le redistribuer.

Données au mardi 30 juin 2020, sauf indication contraire.

Ce document marketing n'est pas une invitation à souscrire des actions du fonds et est à titre d'information uniquement, il ne doit pas être considéré comme un conseil financier. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Lorsqu'un professionnel de la gestion ou un centre d'investissement exprime ses opinions, celles-ci sont basées sur les conditions de marché actuelles ; elles peuvent différer de celles des autres centres d'investissement et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles ne constituent pas un conseil en investissement ni des recommandations générales d'investissement et ne peuvent en aucun cas être interprétées comme une offre d'achat, de souscription ou de vente d'un instrument financier quel qu'il soit.

Ce document est publié en France par Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.

[EMEA7215/2020]