



Investissement factoriel et Primes de Risques Alternatives

Agora de la Gestion Financière, 08/11/2016

Mathieu Guillemet, Gérant Multi-Asset
HSBC Global Asset Management

Document non contractuel
Présentation destinée à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne MIF.



Le dilemme actuel

Diversification vs performance attendue

- Les rendements attendus sont globalement faibles pour la plupart des classes d'actifs
- Taux d'intérêt très bas: l'essentiel des performances futures devrait venir du « risque actions »



Construire des portefeuilles stratégiques diversifiés et offrant des rendements attendus attractifs est devenu un exercice d'équilibriste

Solution 1 : Rechercher de l'alpha « traditionnel »

Stratégies type « hedge-fund »

Solution 2 : Rechercher d'« autres » bêtas

Primes de risque alternatives

- Certaines primes de risque alternatives peuvent être captées dans un univers multi-asset

Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable s'ils n'étaient pas réalisés ou atteints. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Global Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Global Asset Management (France). En conséquence, HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses.

Sélectionner les facteurs

Long/short vs long-only: un choix déterminant

- La prime de risque alternative considérée explique :
 - Long/short : la performance du facteur
 - Long-only : l'écart de performance du facteur par rapport à sa classe d'actifs (prime de risque traditionnelle)

Comment s'y retrouver dans le « zoo des nouveaux facteurs » ?

- La recherche académique permet d'identifier dans chaque classe d'actifs :
 - Les candidats pertinents
 - Leur « typologie » i.e. « vraie » prime de risque (skewness) vs. anomalie de marché
- Une double diversification est possible, en termes de primes et de classes d'actifs

Implémenter les portefeuilles répliquant les facteurs

Forte variabilité dans la réplication des primes de risque alternatives

- Plusieurs éléments peuvent expliquer cette variabilité :
 - Univers d'investissement
 - Métrique(s) (equity value: P/E, P/B, autre, une combinaison de critères ?)
 - Méthode de construction du portefeuille (approche heuristique, optimisation ?)

Une prime à la simplicité ?

- « More complex trading strategies are more liable to overfitting, and consequently deteriorated performance in the live period » (Suhonen et al., 2016)
- « Combining the best k out of n candidate signals yields biases similar to those obtained using the single best of n^k » (Novy-Marx, 2016)

Coûts de transaction : tout sauf anodin

- Certains facteurs impliquent des turnovers importants (ex: momentum)
- Le choix des instruments (titres individuels vs dérivés) est déterminant

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Global Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Global Asset Management (France). En conséquence, HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses.

Comment allouer entre les facteurs ?

Quel critère de risque pour l'allocation ?

- Contrôler les budgets de volatilité et de skewness/CVaR n'est pas simple

Critère d'allocation	Budget de Volatilité	Budget de Skewness
Volatilité	Equilibré	Surreprésenté en « vraies » primes
Skewness/CVaR	Surreprésenté en anomalies de marché	Equilibré

- Pistes possibles dans le cadre d'un approche en volatilité:
 - Utiliser une volatilité corrigée de la skewness (type Cornish-Fisher)
 - Refléter les différences de skewness dans les budgets de risque alloués

La tentation du timing

- Timer les facteurs peut apparaître comme un développement naturel (éternelle quête de l'alpha) mais:
 - Le fort pouvoir de diversification offert par les primes alternatives nécessite un ratio d'information d'autant plus élevé
 - Les critères de valorisation habituels ne semblent pas pertinents pour des portefeuilles long/short et dynamiques

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Global Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Global Asset Management (France). En conséquence, HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses.

Primes de risque alternatives

Un effet de mode ?

- Les primes de risque alternatives peuvent-elles être arbitrées ?
 - Il paraît peu probable que les « vraies » primes de risque telles que le carry sur le change ou la value sur les actions disparaissent
 - Les anomalies de marché sont peut-être plus sujettes à caution, même si le momentum a été mis en évidence il y a plus de 70 ans...
- La diversification offerte par une approche multi-facteurs peut-elle disparaître ?
 - Certains facteurs comme la value et le momentum ont tendance à se compléter « par définition »
- Une approche multi-facteurs et multi-assets réduit le risque de dépendance à un facteur en particulier

Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable s'ils n'étaient pas réalisés ou atteints. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Global Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Global Asset Management (France). En conséquence, HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses.

Bibliographie

- Asness, Clifford S., “The Siren Song of Factor Timing” (April 12, 2016). Journal of Portfolio Management, Vol. Special Issue, No. 1, 2016
- IImanen, A., Nielsen, L., and Chandra, S. “Are Defensive Stocks Expensive? A closer Look at Value Spreads”, 2015.
- Novy-Marx, R. “Testing strategies based on multiple signals”, March 2016
- Novy-Marx, R., Velikov, M., “A Taxonomy of Anomalies and their Trading Costs”, August 2015
- Suhonen, Antti and Lennkh, Matthias and Perez, Fabrice, “Quantifying Backtest Overfitting in Alternative Beta Strategies”, May 2016

Information importante

Cette présentation est produite et diffusée par HSBC Global Asset Management (France) et n'est destinée qu'à des investisseurs professionnels au sens de la directive européenne MIF. Elle est incomplète sans les commentaires oraux des représentants de HSBC Global Asset Management (France). L'ensemble des informations contenu dans ce document peut être amené à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation (même partielle), sans autorisation, de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Global Asset Management sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Global Asset Management (France). En conséquence, HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de HSBC Global Asset Management sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude. Les anticipations, projections ou objectifs mentionnés dans ce document sont présentés à titre indicatif et ne sont en aucun cas garantis. HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenue responsable s'ils n'étaient pas réalisés ou atteints.

Ce document est uniquement destiné aux investisseurs et distributeurs institutionnels, professionnels ou qualifiés. Il n'est pas destiné au public et aux investisseurs non professionnels ni à toutes les "US persons".

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489 RCS Nanterre. S.A au capital de 8.050.320 euros.

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026)

Adresse postale : 75419 Paris cedex 08

Adresse d'accueil : Immeuble Coeur Défense | 110, esplanade du Général de Gaulle - La Défense 4 (France)

www.assetmanagement.hsbc.com/fr

Copyright : Tous droits réservés © HSBC Global Asset Management (France), 2016.

Document non contractuel, mis à jour en novembre 2016. AMFR_Ext_544_2016