

Guide complet de l'Advanced Beta

Depuis près de quatre décennies, State Street Global Advisors s'est donné pour objectif d'aider ses clients, et les millions de personnes qui comptent sur eux, à atteindre la sécurité financière. Nous collaborons avec les principaux investisseurs et intermédiaires financiers dans le monde pour les aider à atteindre leurs objectifs grâce à un processus d'investissement rigoureux axé sur la recherche, couvrant à la fois la gestion passive et active. Avec des centaines de milliards* d'actifs sous gestion, notre taille et notre envergure mondiale offrent à nos clients un accès inégalé aux différents marchés, zones géographiques et classes d'actifs, et nous permettent d'offrir des approches pertinentes et des solutions innovantes.

State Street Global Advisors est la division de gestion d'actifs de State Street Corporation.

* Les actifs sous gestion étaient de \$2 450 milliards au 31 décembre 2014. Le total de ces actifs sous gestion comprend les actifs de SPDR Gold Trust (environ 27,3 milliards \$ au 31 décembre 2014), dont l'agent de commercialisation est State Street Global Markets, LLC, une société affiliée de State Street Global Advisors. Veuillez noter que les totaux des actifs sous gestion ne sont pas audités.

ssga.com

Entités State Street Global Advisors dans le monde

Australie : State Street Global Advisors, Australia, Limited (ABn 42 003 914 225) est titulaire d'une licence de services financiers en Australie (immatriculation AFSL 238276). Siège social : Level 17, 420 George Street, Sydney, nSW 2000, Australie Téléphone : +612 9240-7600, Fax : +612 9240-7611. **Belgique** : State Street Global Advisors Belgium : Office Park nysdam, 92 Avenue Reine Astrid, B-1310 La Hulpe, Belgique. Téléphone : 32 2 663 2036, Fax : 32 2 672 2077. SSGA Belgium est une succursale de State Street Global Advisors Limited. State Street Global Advisors Limited est une entité autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Canada** : State Street Global Advisors, Ltd., 770 Sherbrooke Street West Suite 1200, Montréal, Québec H3A 1G1 Canada et 30 Adelaide Street East, Suite 500, Toronto, Ontario, M5C 3G6 Canada. **Dubai** : State Street Bank and Trust Company (Representative Office), Boulevard Plaza 1, 17th Floor, Office 1703 near Dubai Mall & Burj Khalifa, P.O Box 26838, Dubai, Emirats arabes unis. Téléphone : 971 (0)4-4372800, Fax : 971 (0)4-4372818. **France** : State Street Global Advisors France. Entité autorisée et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers. Immatriculée au Registre du Commerce et de Sociétés de Nanterre sous le numéro 412 052 680. **Siège social** : Immeuble Défense Plaza, 23-25 rue Delarivière-Lefoullon, 92064 Paris La Défense Cedex, France. Téléphone : (+33) 1 44 45 40 00, Fax : (+33) 1 44 45 41 92. **Allemagne** : State Street Global Advisors GmbH, Brienner Strasse 59, D-80333 Munich. Téléphone : +49 (0)89-55878-400, Fax : +49 (0)89-55878-440. **Hong Kong** : State Street Global Advisors Asia Limited, 68/F, Two International Finance Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong, Téléphone : +852 2103-0288, Fax : +852 2103-0200. **Irlande** : State Street Global Advisors Ireland Limited est une entité réglementée par la Banque centrale d'Irlande. Constituée et enregistrée en Irlande au Two Park Place, upper Hatch Street, Dublin 2. Numéro d'immatriculation 145221. Membre de l'Irish Association of Investment Managers. **Italie** : State Street Global Advisors Italy, Sede Secondaria di Milano - Via dei Bossi, 4 20121 Milan, Italie. Téléphone : 39 02 32066 100 Fax : 39 02 32066 155. SSGA Italy est une succursale de State Street Global Advisors Limited. State Street Global Advisors Limited est une entité autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Japon** : State Street Global Advisors, Japan, 9-7-1 Akasaka, Minato-ku, Tokyo, Téléphone +813 4530 7380. Financial Instruments Business Operator, Kanto Local Financial Bureau (Kinsho #345). Japan Securities Investment Advisers Association, Investment Trust Association, Japan Securities Dealers' Association. **Pays-Bas** : State Street Global Advisors Netherlands, Adam Smith Building, Thomas Malthusstraat 1-3, 1066 JR Amsterdam, Pays-Bas. Téléphone : 31 20 7181701. SSGA Netherlands est une succursale de State Street Global Advisors Limited. State Street Global Advisors Limited est une entité autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Singapour** : State Street Global Advisors Singapore Limited, 168, Robinson Road, #33-01 Capital Tower, Singapore 068912 (Numéro d'immatriculation de société : 200002719D), Téléphone : +65 6826-7500, Fax : +65 6826-7501. **Suisse** : State Street Global Advisors AG, Beethovenstr. 19, CH-8027 Zurich. Téléphone +41 (0)44 245 70 00, Fax +41 (0)44 245 70 16. **Royaume-Uni** : State Street Global Advisors Limited. Autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Immatriculé en Angleterre. Numéro d'immatriculation 2509928. N° de TVA 5776591 81. **Siège social** : 20 Churchill Place, Canary Wharf, Londres, E14 5HJ. Téléphone : 020 3395 6000, Fax : 020 3395 6350. États-Unis : State Street Global Advisors, One Lincoln Street, Boston, MA 02111-2900.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de leurs auteurs à la date du 31 mai 2014 et sont sujettes à modifications selon les conditions de marché et autres. Ce document contient certains énoncés pouvant être considérés comme prospectifs. Veuillez noter que ces énoncés ne constituent aucunement une garantie de performance future et que la réalité des résultats ou évolutions peut différer sensiblement par rapport aux projections. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs. Les risques liés à un investissement en actions ont

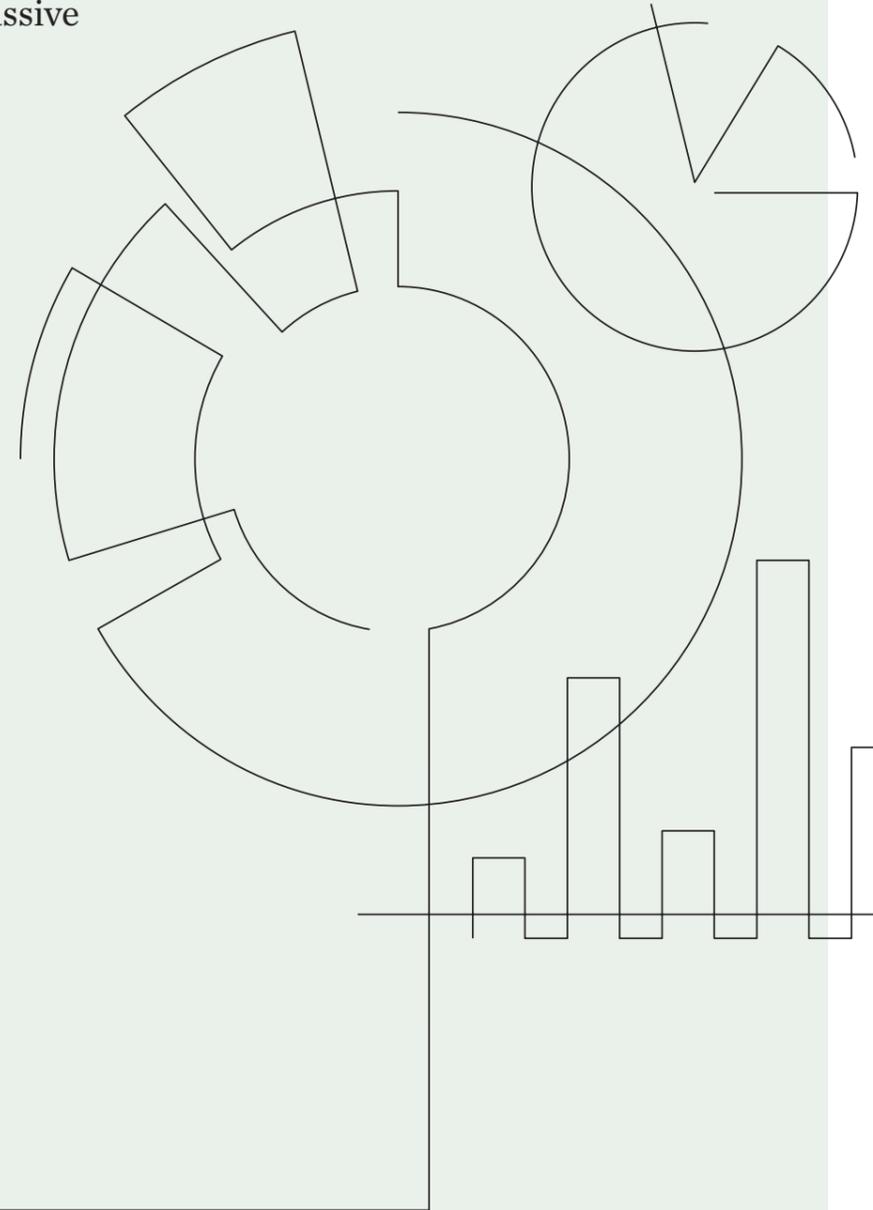
notamment trait à la fluctuation de la valeur des titres face à l'activité des sociétés individuelles et aux conditions globales de l'économie et des marchés. Bien que les obligations présentent généralement moins de risque à court terme et moins de risque de volatilité que les actions, elles comportent des risques de taux d'intérêt, un risque de défaut de l'émetteur, un risque de crédit de l'émetteur, un risque de liquidité et un risque d'inflation. Cet effet est généralement plus prononcé sur les titres à plus long terme. Tout instrument obligataire vendu ou remboursé avant son échéance peut engendrer un gain ou une perte substantiels. La diversification ne garantit pas un bénéfice et ne tient pas lieu d'assurance contre les pertes. L'allocation d'actifs est une méthode de diversification qui attribue des expositions aux principales classes d'actifs. L'allocation d'actifs peut être employée en vue de gérer le risque et d'accroître la performance. Toutefois, cette méthode ne garantit pas un bénéfice et ne tient pas lieu de protection contre les pertes. MSCI est une marque commerciale de MSCI Inc.

Les informations fournies ne tiennent pas lieu de conseil en investissement au sens de la Directive MiFid sur les marchés d'instruments financiers (2004/39/EC) et ne doivent pas être considérées comme telles. Elles ne doivent pas non plus être considérées comme une sollicitation à acheter ou comme une offre pour la vente d'un quelconque investissement. Elles ne tiennent pas compte des objectifs d'investissement propres à (aux) l'investisseur(s) existant(s) ou potentiel(s), de ses (leurs) stratégies, de son (leur) régime fiscal, de sa (leur) tolérance au risque ou de son (leur) horizon de placement. Pour obtenir un conseil en investissement veuillez vous adresser à votre conseiller financier et fiscal ou à tout autre conseiller professionnel. Toutes les informations ici présentes ont été obtenues auprès de sources jugées fiables. Aucune assurance n'est donnée quant à l'exactitude desdites informations et State Street décline toute responsabilité relative à des décisions prises sur le fondement de ces informations. Les indices ne sont pas gérés et leur performance ne tient pas compte d'éventuelles dépenses ou commissions. Les performances des indices reflètent tous les éléments de revenu, de gain et de perte et de réinvestissement des dividendes ou d'autre revenu. Les actions de style Value peuvent évoluer très différemment du marché dans son ensemble. Elles peuvent conserver une décote pendant des périodes prolongées. La méthode de calcul de valeur ajoutée des performances peut présenter des écarts liés aux arrondis.

La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs. Investir comporte des risques, notamment le risque de perte de l'investissement principal. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits, copiés ou transmis en tout ou partie à des tiers sans l'accord écrit formel de SSGA. Le présent document s'adresse à une clientèle professionnelle (y compris les contreparties éligibles au sens du Régulateur de l'UE, jugées connaisseuses et expérimentées en matière d'investissement). Les produits et services évoqués dans le présent document ne sont accessibles qu'à ces personnes ; en conséquence les autres personnes (y compris les clients particuliers) ne doivent pas donner foi au présent document. Les entreprises dotées d'une grande capitalisation boursière sont tantôt prisées tantôt sanctionnées selon les conditions de l'économie et des marchés. Les grandes entreprises ont tendance à être moins volatiles que les entreprises dotées d'une capitalisation plus faible. En contrepartie de ce moindre risque, la valeur du cours de Bourse d'une grande entreprise est susceptible d'enregistrer une hausse inférieure à celle des capitalisations boursières plus réduites. Investir dans des capitalisations faibles/moyennes peut comporter plus de risques qu'investir dans des entreprises plus grandes et mieux connues. Investir dans des entreprises domiciliées à l'étranger peut comporter un risque de perte de capital due à la fluctuation des devises, ainsi qu'à des retenues à la source, des différences dans les principes comptables généralement reconnus ou des situations politiques ou économiques instables dans d'autres pays. Les investissements sur les marchés émergents ou en développement peuvent se révéler plus volatils et moins liquides que les investissements sur les marchés développés et peuvent impliquer une exposition à des structures politiques généralement moins diverses et matures, ainsi qu'à des systèmes politiques moins stables que ceux de pays plus développés. Toutes les performances d'indices mentionnées sont fournies exclusivement à titre de comparaison. Le lecteur ne doit pas supposer qu'elles représentent la performance d'un investissement particulier

GUIDE COMPLET DE L'ADVANCED BETA

Au-delà de la gestion active et passive



**STATE STREET
GLOBAL ADVISORS**

05 LE CONCEPT

- 06 Les stratégies Advanced Beta : feuille de route
- 09 Value
- 10 Capitalisation
- 13 Faible volatilité
- 14 Qualité
- 16 Momentum
- 18 Multi-facteurs
- 20 L'Advanced Beta obligataire

23 PROCHAINES ÉTAPES

- 24 L'Advanced Beta à votre service
- 26 Point de vue d'un investisseur
- 28 Stratégies Advanced Beta: quelles perspectives?

31 IMPLÉMENTATION

- 32 Implémentation des stratégies Advanced Beta : Check-List
- 35 Qu'en est-il de la mise en oeuvre
- 36 Présentation de la gestion « tiltée »
- 39 La gestion Advanced Beta de SSGA

Depuis la création des stratégies Advanced Beta, SSGA fait partie de ses adeptes les plus convaincus. Bien qu'elles soient encore à leurs débuts ces stratégies représentent déjà un marché important. Il nous semble que celui-ci offre un potentiel considérable, car plus en plus de clients se tournent vers nous pour que nous les aidions à profiter des avantages évidents de l'approche Advanced Beta.

Il existe aujourd'hui plusieurs centaines de stratégies de ce type dans le monde, auxquelles les investisseurs peuvent s'exposer via des FCP, des mandats dédiés ou des ETF. Dans ce guide, nous nous intéresserons principalement aux applications de l'approche Advanced Beta sur le marché des actions, mais le marché obligataire connaît aussi des développements fascinants en la matière. SSGA est fier d'avoir été le premier à développer de nombreux produits obligataires Advanced Beta, tels que nos stratégies Issuer Scored Corporate Indexing et Sovereign Bond.

Les perspectives dans ce domaine sont vraiment prometteuses. La croissance de ce marché continue d'accélérer et nous prévoyons de nouvelles évolutions dans la sphère obligataire et parmi les ETF européens, mais aussi une sophistication accrue dans l'ensemble des produits.

Nous anticipons une croissance particulièrement forte au niveau des stratégies Advanced Beta multi-facteurs ; celles-ci combinent en effet des facteurs clés comme la Qualité et la Faible Volatilité, et peuvent contribuer à améliorer les performances et offrir de la diversification. Compte tenu de ces avantages, nous pensons que leur usage devrait donc devenir de plus en plus répandu.

L'Advanced Beta est un domaine passionnant — il y a beaucoup à apprendre et beaucoup à en attendre : nous espérons que ce guide vous satisfera sur ces deux plans.

Lynn S. Blake, CFA
CIO, Global Equity Beta Solutions



LE CONCEPT

FEUILLE DE ROUTE DE L' ADVANCED BETA

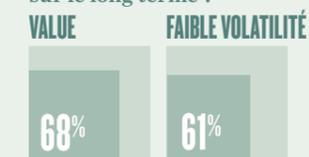
La notoriété croissante des stratégies Advanced Beta révolutionne le monde de l'investissement. Sont-elles passives ? Sont-elles actives ? Comment fonctionnent-elles ? D'ailleurs, fonctionnent-elles ? Voilà le type de questions que se posent les investisseurs. Les concepts et recherches qui sous-tendent ces stratégies existent depuis longtemps, mais cela ne fait que quelques années que les fournisseurs d'indices et les gérants d'actifs créent des produits Advanced Beta offrant un accès facile à ces stratégies et suscitant un vaste intérêt.

Ces stratégies apportent un choix plus important, et sont réellement efficaces pour aider les investisseurs à mieux transposer leurs vues et leurs convictions. Grâce à elles, nous constatons que les modèles qui servaient auparavant à représenter les marchés étaient probablement incomplets, et qu'il existe d'autres sources de risque et de rendement.

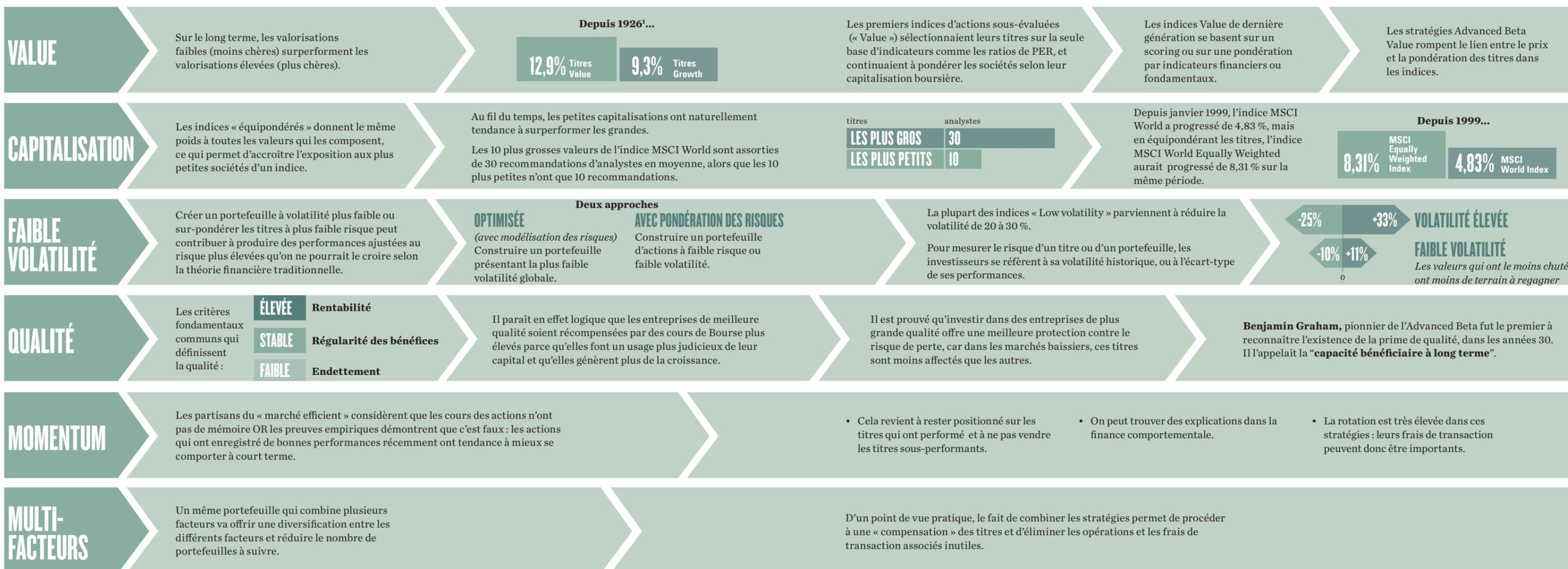
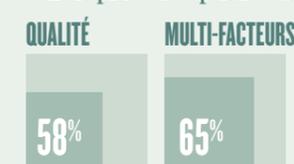
Il est généralement admis qu'il existe cinq facteurs principaux (qu'on appelle également primes, ou expositions) qui surperforment un indice pondéré par les capitalisations sur une période prolongée : Value, Capitalisations, Faible Volatilité, Qualité et Momentum.

Voici un aperçu de chacun de ces facteurs, des recherches qui les ont identifiés et des avantages qu'ils comportent pour les investisseurs. Vous trouverez aussi dans ce guide des conseils pratiques pour leur implémentation et découvrirez les facteurs que les marchés préfèrent, et pourquoi.

Quelles sont² les stratégies considérées comme pouvant offrir les meilleures performances ajustées au risque sur le long terme ?



Quelles sont² les stratégies auxquelles les investisseurs sont le plus susceptibles de s'intéresser à l'avenir ?



À fins d'illustration uniquement. Sauf mention contraire, toutes les données proviennent de SSGA.

¹ SSGA. Kenneth French — mba.tuck.dartmouth.edu

² SSGA Longitude Study—Advanced Beta Comes of Age, janvier 2014.

Il est prouvé que les actions Value surperforment les grands indices de marché sur le long terme. Ces résultats ont été répliqués par des chercheurs sur un grand nombre de périodes et sur la plupart des marchés dans le monde.

ECHANTILLON D'INDICES

Indices FTSE RAFI

Indices fondamentaux Russell

Indices « Value-weighted » MSCI

VALUE

Les actions Value se négocient à un prix plus faible que ne le justifient leurs fondamentaux (bénéfices, chiffre d'affaires, etc.). Il a été prouvé que les actions Value surperforment les grands indices de marché sur le long terme. Ces résultats ont été répliqués par des chercheurs sur un grand nombre de périodes et sur la plupart des marchés dans le monde.

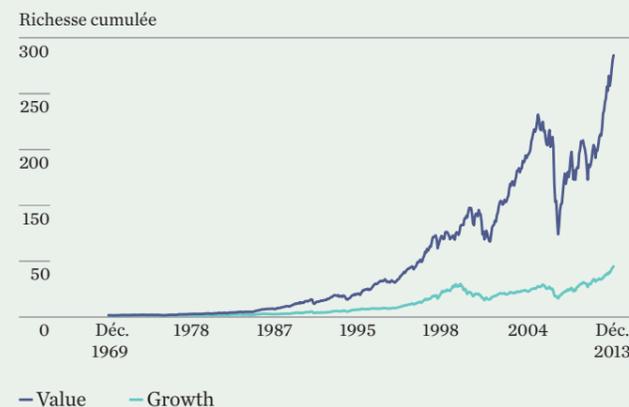
Fama & French ont élaboré les fondements de ces recherches en 1992,¹ mais bien avant, Basu (1977)² avait montré qu'il existait une relation importante entre les ratios de cours/bénéfices (PER) et les performances moyennes des actions américaines. En 1985, Rosenberg, Reid et Lanstein³ ont également prouvé l'existence d'un lien positif important entre les performances et le faible prix des titres, mais cette fois sur la base du ratio cours/valeur comptable (C/VC).

Performance

Le graphique ci-dessous utilise les données du site Internet de Fama & French pour présenter la performance des actions Value et Growth (plus chères) aux États-Unis depuis les années 70. En base annualisée, les actions Value ont progressé de 13,8 % durant cette période, dépassant ainsi largement les 9,6 % des valeurs de croissance (Growth). Ce différentiel persiste dans toutes les études de performances disponibles depuis les années 20 : on peut voir que le style Value devance le style Growth de 3,6 % sur cette période plus prolongée.

Les indices de style lancés par Russell dans les années 80 constituaient un premier pas pour s'affranchir des indices capi-pondérés et reconnaître l'existence du facteur Value en tant que facteur de performance. Initialement, ces indices reposaient

Performances cumulées des portefeuilles américains Value et Growth



Source : Site Internet de Fama et French. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

¹ Fama et French, 'Common risk factors in the returns on stocks and bonds', 1992.

² Basu, 'Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis', 1977.

³ Rosenberg, Reid et Lanstein, 'Persuasive Evidence of Market Inefficiencies', 1985.

sur des indicateurs simples comme les PER, mais avec le temps les fournisseurs ont intégré d'autres mesures pour réduire la volatilité et améliorer le potentiel de captation du facteur Value.

Méthodologie

Depuis quelque temps, nous avons vu de nombreux indices Advanced Beta cherchant à capter le facteur Value. Les méthodologies les plus répandues notent les titres en fonction d'indicateurs fondamentaux ou financiers qui se retrouvent majoritairement dans les états financiers des entreprises. Les entreprises assorties des meilleures notes (ou de la valorisation la plus basse de leurs fondamentaux) sont sélectionnées pour intégrer l'indice, ce qui représente une rupture par rapport aux méthodes dans lesquelles la pondération des sociétés dépendait de leur prix.

Justification

Universitaires et professionnels envisagent plusieurs explications possibles à ce phénomène, afin de savoir s'il pourra encore être capté à l'avenir. Bien qu'il n'y ait pas de consensus, les raisons probables avancées relèvent souvent de causes plutôt structurelles.

D'un point de vue comportemental, les chercheurs mettent notamment en cause des attitudes qui sont propres à la majorité des investisseurs et qui sont difficiles à éliminer : par exemple, il est prouvé que les investisseurs n'aiment pas enregistrer des pertes et qu'ils préfèrent rester positionnés sur les titres. Cela signifie que les cours de Bourse mettent plus longtemps à intégrer de nouvelles informations. D'autre part, il arrive que l'on prenne des décisions fondées sur des tendances ou des observations passées, ce qui donne lieu à ce que les chercheurs appellent un comportement « moutonnier » : cela signifie que le groupe se joint au sentiment prévalent. Or ces comportements peuvent entraîner des erreurs de valorisation à court terme et offrir aux titres Value une potentielle prime de performance.

Autre explication de cette prime Value, le fait qu'il puisse exister une récompense pour la prise de risque supplémentaire (les entreprises moins chères connaissent parfois des difficultés financières et peuvent être considérées comme des investissements plus risqués) ou pour l'apport de liquidité dans les environnements tendus (quand la disponibilité du capital est plus limitée).

CAPITALISATION

Comme l'effet Value, l'effet « Capitalisation » a été reproduit sur de nombreux échantillons de périodes et sur la majorité des marchés mondiaux. On constate donc que les capitalisations boursières plus petites ont tendance à surperformer les plus grandes sur le long terme.

Méthodologie

Pour les indices Advanced Beta liés à la taille des sociétés, la même pondération est attribuée à toutes les valeurs indépendamment de leur capitalisation boursière. On suppose par là-même que le cours de Bourse ne donne aucune information sur la société et que la seule information importante est son appartenance à l'indice de référence en question.

Au contraire, les indices de capitalisation traditionnels divisent le marché en segments selon la taille des sociétés. Ensuite, les indices de petites capitalisations n'incluent que les entreprises dont la taille est plus petite (jusqu'à un certain seuil de capitalisation) et continuent à pondérer leurs composantes en fonction de leur taille de capitalisation respective.

Plusieurs grands fournisseurs d'indices, à l'instar de MSCI ou de Russell, ont aussi créé des versions équipondérées de leurs indices de capitalisation traditionnels.

Performance

Le différentiel de performance est plutôt important par rapport à l'indice d'origine, ce qui démontre l'impact de la surpondération des petites capitalisations : alors que l'indice MSCI World a gagné 4,83 % en base annualisée depuis janvier 1999, sa version équipondérée aurait grimpé de 8,31 %.⁴

Cela dit, ce type de surperformance à long terme ne s'obtient pas forcément sans mal : la performance peut être volatile et l'implémentation de la stratégie difficile du fait de la liquidité plus faible de certaines petites capitalisations, des coûts de transaction potentiellement plus élevés et de la nécessité de rebalancer régulièrement le portefeuille pour garder l'équipondération des titres.

Justification

Les petites capitalisations sont moins suivies par les analystes et souvent la plupart des investisseurs passent à côté. Par exemple, Apple est suivie par 54 analystes, alors que MeadWestvaco Corporation (la 1005^{ème} société de l'indice MSCI World) n'est suivie que par 10 analystes.⁵ Par conséquent, parce que ce type de société est relativement négligé, les anticipations affichent une plus grande dispersion et le potentiel effet de surprise et de volatilité du titre est plus important.

Une autre explication possible est celle des coûts de transaction : ils ont tendance à être plus élevés pour les petites sociétés, ce qui implique que les investisseurs devraient être dédommagés par une performance plus importante pour s'y exposer.

Performance cumulée de l'indice MSCI World et de l'indice MSCI World équipondéré



⁴ Source: MSCI.

⁵ Source: Factset, 31/03/14.

ECHANTILLON D'INDICES

Indices équipondérés Russell

Indices équipondérés MSCI

Le différentiel de performance par rapport à l'indice d'origine est relativement fort et montre l'impact de la surpondération des petites capitalisations.

8,31% MSCI Equally Weighted Index

4,83% MSCI World Index



ECHANTILLON D'INDICES

Indices MSCI Minimum Volatility | Indices S&P Low Volatility | MSCI Risk Weighted

FAIBLE VOLATILITÉ

La volatilité (ou l'écart-type des performances) sert à quantifier le risque : il mesure la distribution des performances. Cet indicateur aide les investisseurs à comprendre la performance passée d'une stratégie et est considéré comme un bon moyen d'évaluer le risque futur. La surperformance à long terme des stratégies à Faible Volatilité est assez surprenante, et en porte-à-faux avec la théorie financière traditionnelle. En effet, certaines théories reconnues, telles que le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEAF), nous expliquent qu'il faut investir dans des titres plus risqués pour obtenir de meilleures performances.

Or les preuves empiriques tendent à démontrer le contraire. Le premier produit d'investissement de ce type, sous forme d'indices, n'est apparu qu'en 2008, après la grande crise financière. Dans une certaine mesure, l'intérêt des investisseurs pour ce type de stratégie découle de leur insatisfaction vis-à-vis des indices capi-pondérés et de leur comportement volatil. Entre 2005 et 2008, la volatilité sur 3 ans glissants de l'indice MSCI World est en effet passée de 9,8 % à 17,3 %.

Méthodologie : deux grandes approches

OPTIMISÉE

Modélisation des risques pour construire un portefeuille assorti de la plus faible volatilité prévue (exemples : MSCI minimum Volatility, FTSE minimum Variance).

PONDÉRATION PAR LES RISQUES

Les valeurs sont classées, pondérées et sélectionnées en fonction de leur risque ou de leur volatilité (exemple : S&P Low Volatility, MSCI Risk weighted).

Par rapport à leurs équivalents capi-pondérés, la plupart des indices Faible Volatilité parviennent à réduire la volatilité de 20% à 30%.

Performance

Par rapport à leurs équivalents capi-pondérés, la plupart des indices Faible Volatilité parviennent à réduire la volatilité de 20 % à 30 %. La réduction de la volatilité est plus prononcée dans les stratégies optimisées (comme celle du MSCI Minimum Volatility), mais celles-ci ont tendance à être réévaluées car beaucoup d'investisseurs regrettent leur manque relatif de transparence et les contraintes importantes qui les accompagnent.

Justification

Là-encore, il n'existe pas de consensus quant à la raison exacte de la surperformance des stratégies de Faible Volatilité, mais on peut trouver une partie des explications possibles dans la finance comportementale, qui étudie les attitudes des investisseurs et leur réaction aux événements. Par exemple, l'une de ces explications tiendrait à l'enthousiasme de certains investisseurs face aux « success stories » de certaines valeurs (ce qu'on appelle les actions « glamour » comme Facebook ou Twitter) et à leur potentiel de performance. Il se peut en effet que les investisseurs développent une confiance excessive dans leur capacité à prévoir les performance de ces valeurs et négligent des sociétés moins visibles et moins passionnantes.

Une autre explication est liée au fait qu'inclure des titres à plus faible volatilité dans un portefeuille peut accroître le niveau global de tracking error par rapport à un indice capi-pondéré ; c'est peut-être l'une des raisons pour lesquelles certains investisseurs évitent ce genre de stratégie : leurs structures de gouvernance ne les autorisent pas à enregistrer des écarts importants (tracking error élevée) par rapport à l'indice de référence choisi.

Volatilité sur 5 ans glissants



Source : SSGA, MSCI, mars 2014. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

QUALITÉ

Benjamin Graham fut l'un des premiers à reconnaître l'importance de la prime Qualité dans les années 30 ; il l'appelait alors « capacité bénéficiaire à long terme ».

Justification

De tous les facteurs que nous évoquerons ici, la Qualité est peut-être celui qui paraît le plus intuitif sur le plan économique. Il semble en effet normal que les entreprises de qualité supérieure soient récompensées par de meilleures performances sur le long terme, parce qu'elles déploient plus efficacement leur capital et qu'elles génèrent plus de richesse.

Méthodologie

Même si jusqu'à récemment, l'investissement axé sur la Qualité était plutôt l'apanage de la gestion active, les évolutions récentes de la gestion indicielle ont donné forme à des alternatives crédibles sous la forme de stratégies passives basées sur des

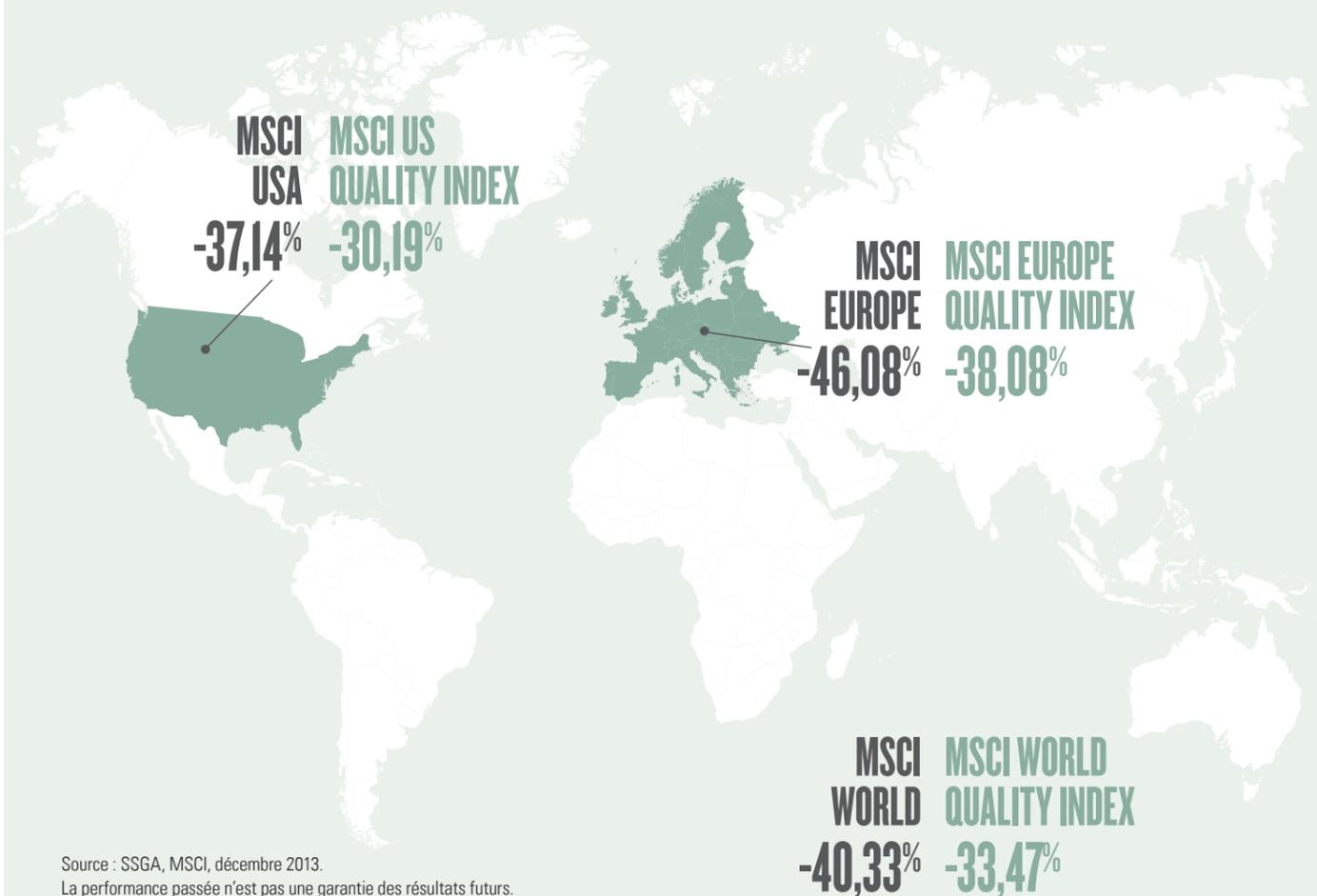
règles (« rules-based ») et privilégiant les titres de Qualité. La plupart de ces stratégies fonctionnent à partir d'un scoring en mettant l'accent sur la croissance et la stabilité des bénéfices, ainsi que sur la viabilité de l'endettement.

Performance

Par rapport aux indices capi-pondérés traditionnels, les indices axés sur la Qualité ont tendance à présenter une volatilité plus faible, et offrir une meilleure protection sur des marchés baissiers. C'est pourquoi les investisseurs les considèrent parfois comme des stratégies de réduction des risques.

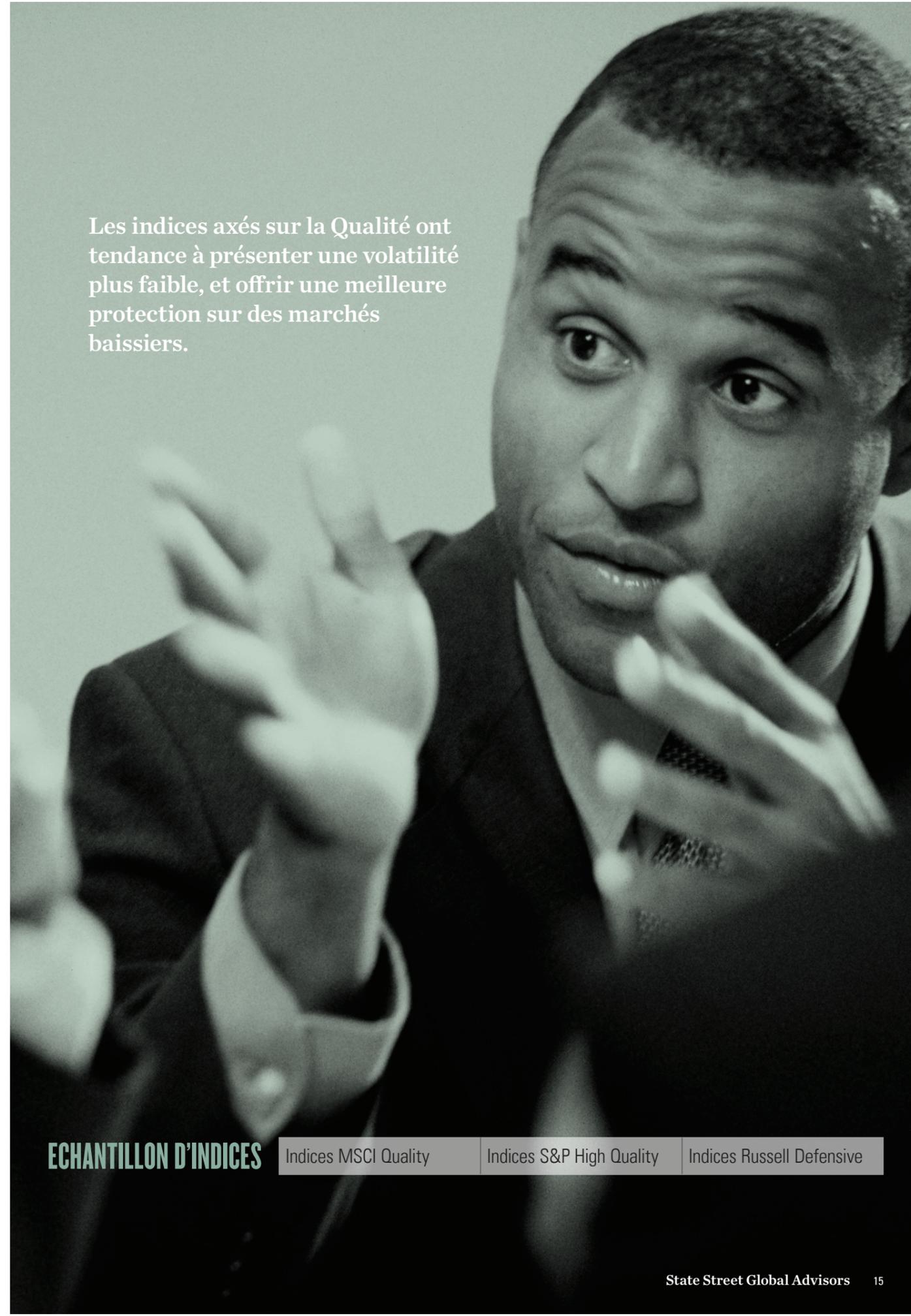
À cause de ces caractéristiques défensives, il peut sembler que les stratégies Qualité sont chères ; cela peut vouloir dire que de temps à autre leur potentiel de performance sera plus limité, mais sur le long terme, leurs résultats demeurent très attractifs.

Protection contre les pertes à l'épreuve des marchés en 2008



Source : SSGA, MSCI, décembre 2013.
La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

Les indices axés sur la Qualité ont tendance à présenter une volatilité plus faible, et offrir une meilleure protection sur des marchés baissiers.



ECHANTILLON D'INDICES

- Indices MSCI Quality
- Indices S&P High Quality
- Indices Russell Defensive

MOMENTUM

Les partisans du marché efficient pensent que les prix des actions n'ont pas de mémoire : leur tendance d'aujourd'hui serait totalement indépendante de leur parcours d'hier. Or les preuves empiriques montrent une réalité différente : les valeurs qui se sont bien comportées récemment peuvent maintenir une dynamique positive à court terme. En s'exposant davantage aux valeurs qui se sont bien comportées, il est possible de bénéficier de cette prime de « momentum ». On peut le dire autrement : il faut rester positionné sur les gagnants et réduire son exposition aux perdants.

Bien qu'il puisse être observé au cours du temps et sur différents marchés, l'effet Momentum se révèle difficile à capter à travers un indice. Il s'agit en effet de stratégies où la rotation est très importante et implique donc des coûts de transaction élevés, ce qui limite leur attrait pour les investisseurs qui cherchent des solutions de gestion passive dans ce domaine.

Performance

Les recherches universitaires ont montré que le Momentum offre des performances positives à court terme (3-12 mois) mais qu'une partie de ces performances s'efface sur un horizon médian (au-delà de deux ans).

Justification

Une fois encore, la finance comportementale peut expliquer ces performances à différents égards. Par exemple, il peut arriver que des investisseurs se laissent emporter par des « success stories » et veuillent prendre le train en marche, contribuant à faire monter le cours du titre, et quand l'offre est limitée, la demande accrue fait augmenter le prix.

Une autre explication possible réside dans l'asymétrie des réactions face à des investissements gagnants et perdants : les investisseurs ont en effet tendance à vendre les actions gagnantes pour enregistrer des gains, renonçant ainsi à une part du potentiel haussier, alors qu'ils restent positionnés sur les valeurs perdantes en espérant qu'elles se redressent.

Des stratégies capi-pondérées toujours pertinentes

Malgré la notoriété croissante des stratégies Advanced Beta, la plupart des investisseurs en gestion passive continuent à leur préférer les indices pondérés selon les capitalisations boursières. Ceux-ci sont en effet faciles à appréhender : plus une entreprise a de la valeur, plus sa place dans l'indice est importante. De plus, ces stratégies offrent un choix extrêmement vaste avec des indices adaptés à presque tous les besoins.

Elles conservent également leur attrait au regard des coûts, car elles sont moins chères que les stratégies alternatives, et connaissent moins de rotation au sein des portefeuilles. D'autre part les stratégies Advanced Beta sont souvent valorisées avec une prime par rapport aux indices capi-pondérés traditionnels, ce qui reflète la propriété intellectuelle liée à leur conception.

Il faut aussi rappeler que les indices capi-pondérés reflètent vraiment le marché le plus large possible et ainsi l'éventail complet des opportunités d'investissement. C'est pourquoi ils vont probablement garder leur pertinence en tant qu'outil de mesure des performances et de référence pour les stratégies actives, et même pour les stratégies Advanced Beta.



Bien qu'il ait été observé au cours du temps et sur différents marchés, l'effet Momentum se révèle difficile à capter à travers un indice.

ECHANTILLON D'INDICES

FTSE Active Beta

MSCI Momentum

MULTI-FACTEURS

Les trois caractéristiques auxquelles les investisseurs sont le plus sensibles à long terme sont le facteur Value, la Faible Volatilité et la Qualité.

Les investisseurs peuvent utiliser des facteurs uniques dans des stratégies dédiées et adaptées à leurs attentes, afin de mieux répondre à leur perspective d'allocation d'actifs. De plus, en gardant chacun des facteurs isolés, l'attribution des performances est facilitée.

La prochaine génération : combiner les facteurs

L'approche à mono- facteur connaît une extension intéressante à travers la combinaison de multiples facteurs. Par exemple, une stratégie qui combine les facteurs Qualité et Faible Volatilité peut contribuer à accroître la performance et la diversification. Compte tenu de ces avantages, nous pensons que leur utilisation va devenir de plus en plus répandue même si ces produits sont dans les premiers stades de leur existence.

Justification

La faiblesse des corrélations entre les différents facteurs est un élément clé de l'intérêt croissant qui se manifeste pour les approches multi-facteurs. Réduire le nombre de portefeuilles peut aussi aider à réduire les coûts de gestion et les efforts engagés dans leur suivi. De plus, d'un point de vue pratique, le fait de combiner les stratégies permet de procéder à une « compensation » des titres et d'éliminer les opérations (et les frais de transaction associés) inutiles.

Afin de capter ces efficiences d'implémentation, SSGA a lancé des fonds multi-facteurs qui combinent plusieurs facteurs au sein d'un même portefeuille. Notre expérience de ces stratégies nous a montré que les trois caractéristiques auxquelles les investisseurs sont le plus sensibles sont le facteur Value, la Faible Volatilité et la Qualité.

Méthodologie

Il faut commencer par définir un cadre dans lequel deux facteurs, ou plus, peuvent être combinés logiquement et efficacement. À partir des retours de ses clients, SSGA a conçu une méthodologie simple et intuitive pour construire un portefeuille mondial diversifié avec des titres à faible valorisation, à faible volatilité historique et de grande qualité.

Afin de mesurer ces caractéristiques, nous utilisons les indicateurs suivants :

01. VALORISATION	Bénéfices, chiffre d'affaires, dividendes et valeur comptable
02. VOLATILITÉ	Volatilité des performances mensuelles sur 60 mois
03. QUALITÉ	Rendement des actifs, variabilité des bénéfices et endettement (ratio dette/fonds propres)

D'abord, les titres sont classés par indicateur (du plus intéressant au moins intéressant) et triés par quartile de capitalisation. Par exemple, le quartile 1 du classement en terme de Valorisation contient les 25 % des sociétés ayant les valorisations les plus basses dans la capitalisation de l'univers d'investissement. De même, le quartile 1 du classement en terme de Volatilité contient les 25 % des sociétés ayant la volatilité la plus faible dans la capitalisation de l'univers d'investissement. Même chose avec la Qualité, mais cette fois, ce sont les valeurs présentant la meilleure qualité qui figurent dans le quartile 1.

Des scores sont attribués aux valeurs en fonction de leur quartile pour chacune des trois catégories de facteurs. Puis nous classons les scores obtenus et nous appliquons un multiplicateur aux poids des capitalisations. Ce multiplicateur permet d'orienter le portefeuille vers les valeurs les plus intéressantes dans les trois catégories de facteurs (qualité supérieure, faible volatilité et faible valorisation).

Performance

Le niveau 0, qui contient les sociétés ayant obtenu les plus mauvais scores dans les 3 critères, n'est pas inclus dans la stratégie car il affichera les performances les plus faibles à long terme.

Le regroupement des niveaux 1 à 3 génère un excédent de performance ajusté aux risques impressionnant par rapport au MSCI World sur le long terme. Le portefeuille final garde un nombre de valeurs élevé (en moyenne 1 200 dans notre test rétrospectif, contre 1 600 et quelque dans l'indice MSCI World), ce qui permet de maintenir une exposition passive vaste et diversifiée.

Du point de vue ajusté des risques, les résultats sont encore plus impressionnants. Sur l'ensemble de la période le ratio de Sharpe du niveau 0 était de -0,05, et celui du niveau 3 à 0,64 : le fait de passer des titres les moins attractifs aux plus attractifs au regard des trois dimensions prises en compte a donc un effet significatif sur la performance ajustée du risque.

Avantages de l'approche multi-facteurs sur la performance



Source : SSGA, MSCI, décembre 2013.

La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

Les hypothèses de performance reposent sur des estimations et reflètent des opinions et des suppositions subjectives. Ces résultats ont été obtenus par le biais de formules mathématiques et ne tiennent pas compte de l'impact de facteurs économiques et boursiers imprévus sur la prise de décision. Les hypothèses de performance n'indiquent pas nécessairement la performance future, qui peut se révéler très différente.

Un choix et une flexibilité accrus

Les investisseurs se familiarisant avec les concepts et les preuves empiriques, ils se renseignent sur les options possibles en termes de mise en œuvre. Le fait de cibler chaque facteur individuellement est une approche flexible qui permet de choisir les prestataires et leur donner l'importance souhaitée pour chaque facteur, ce qui apporte plus de transparence au niveau de l'attribution des performances.

Toutefois, gérer plusieurs portefeuilles peut entraîner une hausse des coûts, et si les portefeuilles utilisent des fournisseurs d'indices différents, il peut exister des failles au niveau de la couvertures, ainsi que des différences dans les calendriers de rebalancement. C'est pourquoi nous constatons un intérêt croissant pour les solutions combinant deux facteurs, voire plus, au sein d'un même portefeuille, pour une implémentation plus économique et une diversification accrue.

Nous n'affirmons pas qu'il s'agit de la bonne ou de la mauvaise approche : selon leur profil, les investisseurs ont des opinions différentes, et chaque choix comporte ses propres avantages potentiels.

Résultats des approches à facteur unique et multi-facteurs sur les marchés émergents

Après notre étude sur les marchés développés, déployons maintenant la même méthodologie sur les marchés émergents. Les premiers résultats sont encourageants : nous y constatons l'existence des mêmes facteurs et pouvons également voir les avantages évidents d'une approche multi-facteurs sur ces marchés.

ECHANTILLON D'INDICES

MSCI Quality Mix

Indices EDHEC Multi-Strategy Smart Factor

L'ADVANCED BETA OBLIGATAIRE

L'Advanced Beta n'est pas réservé aux actions

Les stratégies Advanced Beta ont mis plus longtemps à être élaborées pour la gestion obligataire. C'est en partie lié à la nature du processus de transaction obligataire, ainsi qu'à la pauvreté des recherches universitaires sur les facteurs. Le manque de persistance et de disponibilité des données est parfois évoqué comme un obstacle à l'analyse universitaire.

Quoi qu'il en soit l'évolution du paysage obligataire force les investisseurs à s'adapter. L'adoption progressive d'indices de référence obligataires depuis la fin des années 90 a facilité la définition d'un bêta de marché. Pour SSGA, l'Advanced Beta obligataire peut se définir de la même façon que celui des marchés actions : une stratégie systématique basée sur des règles, sans pondération par les capitalisations, et qui doit être transparente, efficace au niveau des coûts et diversifiée dans sa mise en œuvre.

Les investisseurs manifestent aujourd'hui un intérêt croissant pour l'Advanced Beta obligataire en recherchant des expositions filtrées ou encore un rééquilibrage dynamique et systématique du risque.

Cette tendance grandissante s'explique par différents facteurs :

- La difficulté d'investir dans un monde privé de ses grandes signatures AAA et le casse-tête de la dette souveraine dans un portefeuille : sécurité et liquidité contre risque de crédit souverain croissant
- La nécessité de trouver du rendement. Cette tendance est favorable au crédit mais le risque de concentration doit être géré prudemment
- L'essor d'une gestion durable sur les marchés obligataires, qui favorise la croissance des stratégies à filtres
- La déception suscitée par la gestion active, qui pousse les investisseurs à porter de plus en plus d'attention à des constructions de bêta systématiques et transparentes

Voici deux stratégies d'Advanced Beta obligataire développées par SSGA pour répondre à ces nouveaux défis.

LE DÉFI

ISSUER SCORED CORPORATE INDEX

Les indices traditionnels capi-pondérés accordent beaucoup plus de poids aux émetteurs les plus endettés

LA SOLUTION

Allocation du capital

Réattribuer les pondérations des émetteurs selon des ratios favorables aux investisseurs obligataires

Transparence des émetteurs

S'exposer uniquement à des émetteurs cotés

Dette subordonnée

Exclure la dette subordonnée en raison de ses caractéristiques proches de celles des actions et de sa volatilité

Maturité restante minimale

Le niveau élevé des primes de liquidité sur le marché monétaire incite à conserver les obligations jusqu'à leur maturité

STRATÉGIE DETTE SOUVERAINE

Certains émetteurs souverains inclus dans des indices majeurs ont subi une détérioration de leur qualité de crédit

Cela peut être problématique dans la mesure où les portefeuilles de dette souveraine visent généralement à obtenir une exposition aux taux d'intérêt de façon liquide et relativement sûre

Univers mondial de dette souveraine

Commencer par un univers diversifié d'obligations souveraines de qualité Investment Grade

Augmenter la qualité

Redistribuer les allocations libérées aux pays présentant un risque souverain moins important

Réduire le risque

Utiliser le spread de rendement attendu comme mesure du risque souverain. S'éloigner des pays présentant un spread attendu plus élevé

LES RÉSULTATS

- Des performances ajustées au risque supérieures
- Un niveau de volatilité inférieur
- Un niveau de risque idiosyncratique inférieur
- L'univers d'investissement est re-travaillé systématiquement
- Anticipation et éviction des émetteurs souverains se dégradant
- Un niveau de risque de perte inférieur



PROCHAINES ÉTAPES

RÉDUCTION DU RISQUE ET ACCROISSEMENT DES PERFORMANCES

L'Advanced Beta à votre service

Une fois convaincus de l'intérêt des stratégies Advanced Beta, les investisseurs doivent réfléchir au meilleur moyen de les intégrer dans leurs portefeuilles et de suivre leur comportement et leur performance.

Comment ces stratégies peuvent-elles améliorer potentiellement le profil de rendement/risque des portefeuilles actions ?

Deux choix sont possibles, qui dépendront en définitive des convictions d'investissement individuelles et des objectifs des portefeuilles :

Réduction des risques

Accroissement des performances

Voici des exemples de chacune de ces approches pour vous aider à visualiser les choix possibles.

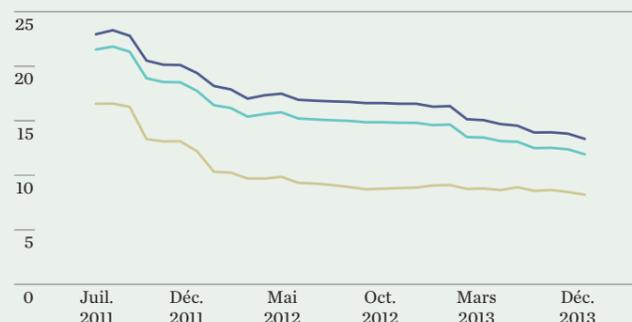
Exemple 1

Réduction des risques en intégrant des stratégies à faible volatilité

Le facteur ciblé ici est le risque, autrement dit la volatilité. Des travaux universitaires ont démontré la surperformance des stratégies ayant un risque plus faible par rapport aux indices capi-pondérés sur le long terme, mais c'est en terme de réduction des risques que leur impact est le plus prononcé.

Dans l'exemple ci-dessous, on peut voir qu'allouer à peine 20 % d'un portefeuille à une stratégie de faible volatilité sur les marchés actions internationaux produit des effets considérables sur le niveau de risque global de l'ensemble du portefeuille. Le portefeuille remanié conserve une performance similaire, mais sa volatilité (l'écart-type des performances) baisse, passant de 14 % à moins de 12 %. Autrement dit : même performance, mais risque réduit.

Volatilité sur 3 ans glissants



— MSCI World Index
 — MSCI World Index 80% MSCI Min Vol Index 20%
 — MSCI World Min Vol Index

Performance sur 3 ans glissants



— MSCI World Index
 — MSCI World Index 80% MSCI Min Vol Index 20%
 — MSCI World Min Vol Index

Source : SSGA, MSCI, décembre 2013, performance nette en USD. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

Durant cette période, le portefeuille remanié a enregistré une performance globalement identique à celle de l'indice MSCI World, mais tout en gardant à tout moment un meilleur profil de risque (volatilité).

Exemple 2

Réduction des risques – en intégrant des stratégies de faible volatilité et une allocation aux marchés émergents

Dans cet exemple, on profite de la réduction des risques apportée par une stratégie de faible volatilité et l'on s'en sert pour financer une allocation sur les marchés émergents. Si un investisseur est satisfait du niveau de risque initial de son portefeuille actions mais qu'il souhaite améliorer sa diversification globale, il trouve ainsi le moyen de redistribuer son budget de risques avec des expositions plus diversifiées.

En partant d'un portefeuille d'actions des marchés développés auquel seraient ajoutées une stratégie de faible volatilité et une allocation aux marchés émergents, un investisseur maintiendrait un niveau de performance similaire mais en bénéficiant d'une diversification accrue.

Comparaison des profils rendement/risque

Indices			Performance/risque	
MSCI World	MSCI Min Vol	MSCI EMs	Performance 5 ans	Risque 5 ans
100%	—	—	15,0%	17,2%
—	100%	—	12,4%	9,5%
—	—	100%	14,8%	22,6%
80%	10%	10%	15,0%	17,0%

Source : MSCI, SSGA, décembre 2013, performance nette en USD. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

Exemple 3

Accroissement des performances en intégrant une stratégie petites capitalisations

Pour beaucoup d'investisseurs, l'objectif majeur est d'améliorer les performances en ajoutant une stratégie Advanced Beta. C'est possible en intégrant une allocation sur une stratégie de petites capitalisations.

La façon la plus classique de capter la prime des petites capitalisations en gestion indicielle consisterait à ajouter une allocation à un indice de petites capitalisations. L'approche Advanced Beta a recours à l'équipondération : toutes les valeurs ont la même représentation quelle que soit leur taille. Cela signifie que dans l'ensemble, les petites capitalisations ont un poids plus important que dans un indice normal, tandis que les grosses capitalisations ont un poids plus réduit.

Le graphique ci-dessous compare les performances cumulées des indices MSCI World et MSCI World Equally Weighted et d'un portefeuille attribuant 50 % de son allocation à chacun de ces indices.

En dépit d'une performance sur le long terme attrayante, le portefeuille combiné affiche un risque légèrement plus élevé (volatilité 5 ans de 18,1 % contre 17,2 % pour le MSCI World).

Performance cumulée



— MSCI World Index
 — MSCI World Index 50% MSCI World Equal Weighted Index 50%
 — MSCI World Equal Weighted Index

Source : SSGA, MSCI, décembre 2013, performance nette en USD. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs.

POINT DE VUE D'UN INVESTISSEUR

L'un de nos clients, gestionnaire de fonds de pension publics (gérant un système de retraite Defined Contribution), nous explique ce qu'il a pris en considération au moment d'opter pour une allocation Advanced Beta.

Comment définiriez-vous l'Advanced Beta ?

Nous avons commencé par aborder l'Advanced Beta appliqué aux actions avec les stratégies/primés de risque qui semblent être plus efficaces que les stratégies capi-pondérées sur des périodes prolongées, soit grâce à une meilleure performance, soit grâce à un risque plus faible, soit grâce aux deux. Nous sommes de fervents partisans des premiers travaux d'Eugene Fama et Ken French, et selon leurs recherches, les stratégies Advanced Beta les plus pertinentes pour nous étaient celles des facteurs Value et Petites Capitalisation, puis, à partir de l'été 2013, également Qualité. Nous avons aussi ajouté des stratégies de Faible Volatilité et Momentum à notre définition de l'Advanced Beta.

Quels avantages recherchez-vous avec les stratégies Advanced Beta ?

L'opportunité d'enregistrer de meilleures performances au fil du temps, un risque plus faible, voire les deux, par rapport aux indices de référence capi-pondérés, et ce en étant toujours capables de les implémenter avec un bon rapport coût/efficacité. Nous sommes intéressés par des stratégies lorsque nous avons une compréhension claire des risques qu'elles comportent.

Comment avez-vous présenté vos recommandations au conseil d'administration ?

Nous avons eu des débats approfondis à propos de ces stratégies dans notre département de gestion et nous avons fixé des limites de risque internes pour définir l'allocation maximale que nous voulions attribuer à chaque type de beta alternatif. Nous utilisons toujours un indice de référence capi-pondéré : par conséquent les expositions aux betas alternatifs doivent aussi respecter les limites de risque fixées par le conseil d'administration. Nous faisons régulièrement le point sur l'évolution et la performance de ces stratégies devant le conseil d'administration.

Quel type de défi représente l'implémentation de ces stratégies ?

En fait, toutes les stratégies ne sont pas faciles à mettre en œuvre. En théorie les stratégies de Momentum sont intéressantes, mais elles sont difficiles à mettre en place dans le cadre d'investissements long-only en actions à cause des coûts de transactions, d'autant plus sur les marchés émergents. D'autre

part, dans certaines stratégies, il existe peu d'alternatives disponibles : par exemple, si vous voulez diviser votre portefeuille en composantes régionales, il y a plus de possibilités pour le marché américain que pour l'Asie ou les marchés émergents.

Avant de mettre en œuvre ces stratégies, accordez-vous une attention spécifique au timing des investissements ?

Oui, même si nous sommes convaincus des performances des différentes stratégies sur de longues périodes, nous apprécions de bénéficier d'un point d'entrée favorable. Les décisions de market-timing sont considérées comme très difficiles à prendre ; nous essayons au moins d'éviter d'investir quand nous pensons être potentiellement en présence d'un grand battage médiatique ou d'une stratégie excessivement prisée.

Quel rôle jouent les stratégies d'Advanced Beta dans votre portefeuille ?

Les betas alternatifs sont un des aspects importants de notre portefeuille d'actions long-only. Nous travaillons selon trois critères distincts : les facteurs, les régions et les secteurs, les facteurs/betas alternatifs représentent la fondation stratégique de nos investissements.

Comment comparez-vous ces stratégies/mesurez-vous les performances ?

Nous utilisons un indice de référence capi-pondéré, ainsi notre allocation aux betas alternatifs constitue des positions actives dont nous mesurons la taille et la performance au quotidien.

Comment décidez-vous de l'allocation entre les stratégies capi-pondérées et les stratégies Advanced Beta ?

Notre objectif est d'attribuer des pondérations stratégiques aux stratégies Advanced Beta, mais les autres aspects de nos investissements (régions et secteurs) sont mis en œuvre via des portefeuilles capi-pondérés, pour des raisons pratiques.

Quelle sera selon vous la prochaine évolution dans ce domaine ?

Pour nous, la prochaine étape sera l'adoption de l'investissement multi-facteurs, qui mêle une sélection de stratégies Advanced Beta au sein d'une même stratégie d'investissement.



Nous sommes intéressés par une stratégie lorsque nous avons une compréhension claire des risques qu'elle comporte.

STRATÉGIES ADVANCED BETA : QUELLES PERSPECTIVES?

L'intérêt pour l'Advanced Beta s'est nettement accru depuis quelques années, notamment avec le lancement, il y a plus de 10 ans maintenant, d'indices de grands fournisseurs captant les expositions à des facteurs tels que la sous-évaluation ou la faible volatilité. Ces stratégies constituent une évolution dans la gestion passive ou indicielle. Les investisseurs ne sont plus piégés dans le débat entre gestion passive et active, car les stratégies Advanced Beta peuvent combiner le meilleur de ces deux approches.

SSGA a récemment chargé Longitude Research⁶ de mener une étude sur l'opinion des investisseurs concernant les stratégies Advanced Beta et leurs projets pour les intégrer au sein de leurs portefeuilles. Cette étude a été réalisée auprès de fonds de pension publics et privés, de fondations, de compagnies d'assurance et de banques privées dans toute l'Europe et l'Amérique du Nord.

Une opinion positive, qui le devient de plus en plus

L'une des principales conclusions de cette étude est que les investisseurs ont globalement une opinion positive sur l'Advanced Beta, opinion qui se renforce de plus en plus. En Europe, 42 % des participants ont déjà investi dans des stratégies Advanced Beta et 22 % envisagent de le faire. Seulement 20 % des participants se disent sceptiques.

En Europe, la majorité des fonds de pension privés interrogés ont déjà consacré une part de leurs portefeuilles aux stratégies Advanced Beta, mais les fonds de pensions publics sont beaucoup moins nombreux. Cette image est toutefois appelée à changer, étant donné que 57 % des fonds de pension publics européens interrogés déclarent qu'ils ont l'intention d'investir dans des stratégies Advanced Beta.

Les investisseurs sont séduits par les preuves empiriques et par le potentiel de surperformance par rapport au marché sur le long terme. Ils sont aussi attirés par la possibilité de réduire le risque du portefeuille global grâce à des stratégies à faible volatilité et axées sur le facteur Qualité. Pour qu'une allocation soit efficace, elle doit être importante, et c'est un fait dont la plupart des investisseurs semblent conscients. Quant aux institutions qui investissent déjà dans des stratégies Advanced Beta, elles y consacrent majoritairement 11 à 15 % de leur portefeuille actions. Les résultats de notre enquête suggèrent que cette proportion devrait s'accroître dans les prochaines années.

Les investisseurs comptent financer leur exposition future aux stratégies Advanced Beta via une part de leur allocation actuelle en gestion passive et en gestion active. De fait, c'est le

cas de 63 % des institutions interrogées. 28 % des institutions pensent financer leur exposition aux stratégies Advanced Beta uniquement à partir de leur allocation active, contre 8 % qui comptent réduire leur allocation passive pour s'exposer à l'Advanced Beta. Ces pourcentages se sont révélés similaires quel que soit le profil des fonds de pension (publics ou privés) et le marché géographique (Europe ou États-Unis).

Quelles stratégies sont les plus populaires ?

Jusqu'ici les stratégies les plus populaires ont été celles à Faible Volatilité et Value, mais le facteur Qualité suscite aussi beaucoup d'intérêt. Les stratégies multi-facteurs elles-aussi intéressent de plus en plus d'investisseurs : 71 % des personnes interrogées en Europe étudient actuellement la possibilité d'investir dans ce type de stratégie à l'avenir.

La tendance est la même dans le segment plus réduit des fonds de pension européens, qui exprime également des inquiétudes par rapport au revenu. Environ 55 % des fonds de pensions publics et privés interrogés dans l'enquête étudient actuellement la possibilité de recourir à des stratégies Advanced Beta basées sur le rendement.

Un futur « Advanced »

Les investisseurs astucieux s'intéressent plus au résultat qu'aux styles de gestion. Les preuves empiriques sont fortes, cohérentes et de plus en plus nombreuses ; de plus, il existe maintenant des historiques de performances réels auxquels les investisseurs peuvent se référer. Il faut aussi bien garder en tête que la gestion de type Advanced Beta se prête à des placements sur le long terme. Pour bien réussir la mise en œuvre de ces stratégies, les investisseurs doivent s'assurer de bénéficier d'un soutien important et d'une bonne connaissance des produits dans leurs comités d'investissement et parmi l'ensemble des parties prenantes. Une chose est sûre : les stratégies Advanced Beta vont continuer à évoluer et à défier le statu quo.

Téléchargez une copie du rapport de recherche sur ssgainsight.com

57%

des fonds de pension publics européens interrogés prévoient d'investir dans des stratégies Advanced Beta.⁶

En Europe, 42 % des participants ont déjà investi dans des stratégies Advanced Beta et 22 % envisagent de le faire.⁶

71%

Des personnes interrogées en Europe étudient actuellement la possibilité d'investir dans des stratégies multi-facteurs.⁶

⁶ Au-delà de la gestion active et passive : Guide complet de l'approche « Advanced Beta » SSGA, Janvier 2014



IMPLÉMENTATION

IMPLÉMENTATION DES STRATÉGIES ADVANCED BETA CHECK-LIST

Passer de la théorie à la pratique exige des analyses, une planification et les conseils d'experts. Les plans les mieux établis peuvent échouer si l'on ne réfléchit pas suffisamment aux problèmes possibles lors de l'implémentation et à la meilleure façon de les régler.

Pendant longtemps, les stratégies actives se référaient à des indices capi-pondérés par rapport auxquels elles mesuraient leurs performances, et la plupart des investisseurs en étaient satisfaits. Bien qu'elles partagent avec eux des similarités au sens large, les stratégies Advanced Beta diffèrent des indices traditionnels capi-pondérés, et lorsque l'on s'affranchit de ces derniers, il est important d'emporter un consensus parmi les parties prenantes et de gérer les anticipations futures.

Au fil des ans, SSGA s'est bâti une expérience considérable dans le développement et l'implémentation des stratégies Advanced Beta. C'est à partir de cette expérience et des retours des clients qui ont adopté ce processus que nous avons pu dresser une courte liste d'éléments à garder en tête lorsque l'on envisage de mettre en œuvre des stratégies Advanced Beta.

S'assurer que l'ensemble des parties prenantes sont impliquées.

Le comité d'investissement mais aussi les administrateurs doivent participer à la réflexion dès le début, afin de pouvoir être sensibilisés à toute la gamme des options disponibles.

Commencer par comprendre ce que vous avez.

Pour cela, la première étape consiste à entreprendre une évaluation du risque afin de bien comprendre vos expositions existantes. Cela peut être effectué avec des modèles de risques comme ceux de Barra ou d'Axioma, ou par la création d'une carte des risques qui met en évidence les concentrations de risques involontaires ou les expositions insuffisantes.

Bâtir des convictions.

Les premières discussions doivent porter sur les différents facteurs à envisager, leur adéquation avec les convictions d'investissement de l'équipe et comment une exposition à ces facteurs peut être une vraie source de valeur ajoutée.

Garder l'esprit ouvert.

Bien que les recherches universitaires à l'origine de ces stratégies remontent aux années 70, et que les tests rétrospectifs portent sur des périodes encore plus lointaines, l'Advanced Beta est encore une discipline relativement jeune dans le monde de la gestion d'actifs. Il se peut que d'autres facteurs entrent en scène, notamment si les recherches se mettent à porter aussi sur d'autres classes d'actifs que les actions, par exemple les obligations.

Clarifier les concepts et les définitions.

Il existe beaucoup de notions et de concepts différents dans l'univers Advanced Beta et certains peuvent ne pas être familiers à tous. Il convient d'identifier les définitions et les concepts majeurs, d'améliorer leur compréhension par les équipes et créer un environnement dans lequel la motivation sera plus forte.

Gérer les anticipations de performance et de risque.

Bien que ces stratégies fassent leurs preuves sur le long terme, elles ont un comportement différent de celui des indices capi-pondérés et ne seront pas exposées aux mêmes valeurs, secteurs et pays.

En étant informés sur les facteurs et sur leurs résultats empiriques, les investisseurs comprendront mieux le profil de risque et de performance de ces stratégies.

Repenser l'évaluation de la performance.

Les stratégies Advanced Beta ne se comportent pas comme les indices capi-pondérés, et le processus de suivi des performances doit en tenir compte. Les indices capi-pondérés doivent rester la référence principale, mais étant donné la possibilité d'écarts importants entre la stratégie et ces indices, il peut être aussi indiqué de consulter un indice établi selon la même construction que la stratégie.

Être réaliste par rapport au niveau et à l'impact du changement.

Pour investir dans les facteurs, il est nécessaire de repenser l'allocation d'actifs et de ne plus l'inscrire purement dans les lignes de classes d'actifs traditionnelles comme les actions et les obligations. Cela n'est pas une transition facile, et d'ailleurs, il n'est pas vraiment possible, ni même souhaitable, d'allouer intégralement un portefeuille aux stratégies Advanced Beta. Il faut fixer des étapes réalistes et s'assurer que les parties prenantes comprennent comment et pourquoi le portefeuille change.

Se concentrer sur vos vrais objectifs.

Beaucoup d'investisseurs entament ce processus parce qu'ils veulent réduire les coûts associés à la gestion active. Toutefois, cet aspect devrait davantage être considéré comme un avantage potentiel que comme un but en soi. Les administrateurs des caisses de retraites cherchent principalement à couvrir leurs engagements futurs et leurs responsabilités fiduciaires, tandis que les investisseurs privés cherchent plutôt à diversifier et à préserver leur capital. Un objectif trop étroit et centré sur les coûts risque d'altérer la capacité d'atteindre précisément cet objectif.

Enfin, se rappeler que c'est un voyage.

La plupart des investisseurs commencent tout juste à se familiariser avec la gestion Advanced Beta, et nous travaillons dur pour trouver les meilleures façons d'incorporer et de gérer ces stratégies. Celles-ci connaîtront encore probablement de nouvelles évolutions qui aideront à sensibiliser les investisseurs et à les rendre plus à l'aise avec les différentes approches.

Les investisseurs étant de plus en plus familiarisés avec les avantages théoriques de la gestion Advanced Beta, leur attention se polarise désormais sur les aspects pratiques de son implémentation ; autrement dit, après s'être demandés s'ils devaient mettre en œuvre ces stratégies, ils se demandent maintenant comment le faire.

QU'EN EST-IL DE LA MISE EN OEUVRE

SSGA possède une longue expérience dans la gestion de ce type de stratégies appliquées à de nombreux indices et marchés géographiques. Grâce à cette expérience, nous sommes en mesure d'identifier les problématiques possibles et de déterminer les meilleures techniques d'implémentation pour les portefeuilles Advanced Beta.

Gestion des coûts

Nos recherches démontrent que des portefeuilles Advanced Beta peuvent être plus coûteux à mettre en œuvre que des stratégies classiques. Ces portefeuilles peuvent être plus concentrés et/ou être exposés à des titres plus petits ou plus liquides.

Il est donc possible qu'il faille déployer des tactiques de mise en œuvre différentes. Par exemple, si l'exposition du portefeuille à certaines valeurs représente une part importante de leur volume quotidien moyen, il peut être judicieux de ne pas procéder à des négociations lors de périodes à fortes contraintes, comme à la clôture du marché.

L'importance des technologies et de l'expérience

La transaction initiale d'implémentation peut alors s'étendre sur toute une période de temps facilitant le bon déroulement de l'opération sans effets excessifs sur le titre. L'expérience et les technologies jouent un rôle important pour mettre en œuvre convenablement ces transactions. L'accès direct au marché, le recours à différents marchés de négociation, le « crossing » et le trading algorithmique peuvent également aider à équilibrer les risques d'impact sur le marché et le coût d'opportunité.

L'option de l'échantillonnage

D'autre part, les gérants actions pratiquant une approche passive peuvent réduire les besoins de liquidité de la stratégie en recourant à l'échantillonnage ou à l'optimisation de portefeuille. Ils créent ainsi un portefeuille qui réplique de nombreuses caractéristiques de risque de l'indice de référence (exposition géographique, sectorielle, capitalisations, etc.) tout en excluant ou en limitant le poids des titres moins liquides.

Planifier intelligemment le changement d'indice

Le rebalancement et la revue des stratégies Advanced Beta ont tendance à occasionner une rotation élevée, et par conséquent des coûts de transaction plus importants afin que la stratégie reste fidèle à sa philosophie. Il peut être plus efficace de changer d'indice pendant une période prolongée se situant aux alentours de la date de rebalancement de l'indice pour minimiser les coûts de transaction.

La patience est récompensée

Les stratégies Advanced Beta sont par nature des investissements sur le long terme et elles peuvent prendre des risques importants par rapport aux indices capi-pondérés. Etre patient peut aider à réduire les coûts tout en gardant les expositions aux facteurs qui sont les moteurs des stratégies.

PRÉSENTATION DE LA GESTION « TILTÉE »

Dans la gestion Advanced Beta, l'investissement « tilté » est l'une des approches les plus prisées. Cette méthode (« tilt investing ») consiste à effectuer une allocation de portefeuille avec des facteurs Advanced Beta spécifiques pour obtenir un surcroît de performance potentiel par rapport aux approches traditionnelles capi-pondérées. Elle part généralement d'un indice capi-pondéré et le niveau du biais (« tilt ») peut être plus ou moins prononcé en fonction du fournisseur et des souhaits de l'investisseur.

Les avantages de la gestion « tiltée »

Les stratégies « tiltées » constituent une évolution importante dans la gestion indicelle, car elles aident les investisseurs à s'exposer plus facilement à des facteurs dont la surperformance par rapport aux indices classiques a été démontrée au fil du temps.

La plupart du temps, ces stratégies sont conçues de manière à ce que l'investisseur puisse capter l'exposition au(x) facteur(s) voulu(s) tout en minimisant sa tracking error par rapport à l'indice capi-pondéré.

Par conséquent la sous-performance potentielle (en termes de tracking error) des stratégies « tiltées » a tendance à être plus faible (donc meilleure) que celle de stratégies Advanced Beta plus agressives et dont l'écart de suivi est plus important. D'un autre côté, la surperformance potentielle est aussi plus limitée que celle que pourrait offrir une approche Advanced Beta plus agressive.

Une tracking error plus faible

La tracking error relativement plus faible des stratégies « tiltées » peut être un attrait important aux yeux des investisseurs séduits par les concepts sous-jacents et les avantages potentiels de la gestion Advanced Beta mais confrontés à des problèmes d'implémentation à cause des limites de tracking error de leur politique d'investissement.

Maintien de la diversification

Les stratégies « tiltées » donnent la possibilité de battre un indice capi-pondéré tout en présentant une structure basée sur des règles et un niveau de transparence, assez proche de la gestion passive traditionnelle. De plus, comme elles partent généralement d'un indice capi-pondéré très diversifié, elles sont susceptibles de conserver de hauts niveaux de diversification et de liquidité.

Les stratégies « tiltées » combinent deux mondes

EXPOSITION
AU MARCHÉ
TRADITIONNEL

Le point de départ est
un indice capi-pondéré
diversifié

EXPOSITION
ADVANCED BETA

Conçue pour capter les
performances et/ou le risque
d'un ou plusieurs facteurs

Performance et risque par rapport au MSCI World

	Biais Global Value	Biais Global Size	Biais Global Volatility	Biais Global Quality	Biais Global Momentum	MSCI World
Performance (%)	9,41	8,39	9,07	8,85	9,12	7,93
Volatilité (%)	16,02	13,21	15,52	14,89	14,06	15,23
Ratio de Sharpe	0,59	0,64	0,58	0,59	0,65	0,52
Surperformance (vs. MSCI World) (%)	1,48	0,46	1,13	0,91	1,19	—
Tracking Error (%)	3,46	3,50	2,92	4,49	2,41	—
Ratio d'information	0,43	0,13	0,39	0,2	0,49	—

Source : SSGA, MSCI. Performance annualisée : avril 1993 – décembre 2013. La performance passée n'est pas une garantie des résultats futurs. Les simulations de performance n'indiquent pas nécessairement la performance future, qui peut se révéler très différente. Les simulations de performance ont été obtenues rétrospectivement.

La méthodologie de gestion « tiltée » SSGA

SSGA gère des stratégies Advanced Beta actions depuis de longues années et jouit d'une réputation de fournisseur innovant et de partenaires fiables pour ses clients dans ce domaine. La méthodologie « tiltée » de SSGA (Tilted Methodology), qui peut être appliquée à un facteur ou à plusieurs, est un bon exemple de cette innovation.

Les stratégies tiltées de SSGA changent la pondération des valeurs d'un indice capi-pondéré en fonction de leurs caractéristiques par rapport aux facteurs, pour augmenter le biais pour le(s) facteur(s) désiré(s) au sein du portefeuille.

L'approche que nous avons développée en interne pour les stratégies tiltées sur un facteur unique allouent le capital à un certain nombre de sous-portefeuilles classés par facteurs, chacun pondérant à la base les titres dans les mêmes proportions que l'indice capi-pondéré.

L'approche par sous-portefeuille atteint deux objectifs clés :

Elle réduit l'influence des valeurs extrêmes.

Elle apporte un cadre simple pour personnaliser les biais des facteurs liés aux besoins spécifiques des clients.

Ce cadre ré-alloue ensuite les pondérations dans les sous-portefeuilles pour donner lieu à l'exposition désirée. Par exemple, le sous-portefeuille 1 contiendra les valeurs les plus attractives du point de vue d'un facteur spécifique et recevra les pondérations les plus importantes du portefeuille.

Le maître-mot ici est flexibilité : les clients peuvent choisir le facteur et le niveau de biais qu'ils souhaitent obtenir.

Le tableau de gauche fournit des détails sur la performance et le risque de stratégies tiltées simulées, ainsi que leur performance par rapport à l'indice MSCI World.

Sur l'ensemble de la période examinée (1993–2013), le portefeuille Global Value-Tilted a enregistré les meilleures performances absolues mais aussi la plus forte volatilité. D'un point de vue ajusté des risques, le portefeuille Global Quality-Tilted a été le plus performant en valeur absolue (plus haut ratio de Sharpe) et relative (plus haut ratio d'information).

Biais multi-facteurs

Les investisseurs peuvent aussi bénéficier d'une exposition diversifiée aux facteurs et profiter des corrélations négatives ou faibles entre ces derniers. Ils peuvent choisir de s'exposer aux facteurs via des portefeuilles individuels ou d'en combiner plusieurs au sein d'un même portefeuille pour tirer parti de la diversification entre les facteurs.

Réduire le nombre de portefeuilles peut aider à réduire les coûts de gestion et les efforts nécessaires engagés dans le suivi. De plus, le fait de combiner les stratégies permet de procéder à une certaine « compensation » des titres, en éliminant souvent les opérations (et les frais de transaction associés) inutiles.

SSGA a développé plusieurs stratégies tiltées sur plusieurs facteurs. La flexibilité de leur conception permet à ces approches d'isoler les séries de facteurs actions les plus intéressantes pour les investisseurs.

La gestion tiltée, l'Advanced Beta à votre manière

Les stratégies tiltées sont un complément utile pour les investisseurs dans l'univers Advanced Beta car elles procurent une exposition aux facteurs qu'ils considèrent comme attractifs au regard de leur comportement et de leur performance passée. Ces stratégies partent souvent d'un indice large capi-pondéré et offrent un biais pour un ou plusieurs facteurs tout en gardant la liquidité, la capacité d'investissement et les caractéristiques de rotation de l'indice parent.

De plus, grâce à leur conception flexible, les stratégies tiltées Advanced Beta peuvent être adaptées au mieux aux objectifs des investisseurs.

ECHANTILLON D'INDICES

S&P Tilt Indices

SSGA Single Factor Tilt Indices

SSGA Multi-Factor Tilt Indices



Vous avez besoin d'indices sur-mesure ? D'approches tiltées multi-facteurs personnalisées ? D'accéder à des produits commerciaux via des fonds communs de placement ou les tout derniers ETF ? Quelle que soit la réponse, SSGA est votre partenaire pour la mise en oeuvre de vos stratégies Advanced Beta dans les meilleures conditions.

LA GESTION ADVANCED BETA DE SSGA

Un des leaders mondiaux de la gestion du bêta et de l'Advanced Beta

Chez State Street Global Advisors, nous nous appuyons sur des dizaines d'années d'expérience pratique dans la gestion de portefeuilles pour aider nos clients à identifier et à investir dans des expositions au risque précises et choisies. Reconnu comme l'un des plus grands fournisseurs mondiaux de stratégies « rules-based » et indicelles, nous gérons aujourd'hui plus de 1 000 milliards de dollars d'actifs au sein de portefeuilles traditionnels et Advanced Beta. À elles seules, nos stratégies Advanced Beta représentent plus de 70 milliards de dollars d'actifs, ce qui fait de nous un partenaire précieux et chevronné pour les institutions recherchant des opportunités d'investissement fondées sur des règles solides pour obtenir des caractéristiques de gestion spécifiques.

En tant que pionniers de la gestion Advanced Beta, nous sommes toujours à la pointe des solutions offertes au marché dans ce domaine. Conscients que l'approche Advanced Beta vient souvent compléter des stratégies actives et passives traditionnelles, nous aidons nos clients à adopter une perspective globale de leurs positions existantes et de leurs objectifs avant de mettre en oeuvre nos stratégies. Nous pouvons aider nos clients à comparer l'efficacité des approches basées sur un ou sur plusieurs facteurs, selon leurs objectifs, leurs positions et leurs contraintes actuelles, et apporter une expérience pratique et en temps réel au service de la conception et la mise en oeuvre de la stratégie.

Les avantages d'un cadre ouvert

SSGA n'entretient pas de liens spécifiques avec une approche en particulier. Nous pouvons suivre précisément des indices Advanced Beta répandus comme ceux des fournisseurs MSCI, RAFI ou Russell, ou bien développer pour vous des indices Advanced Beta totalement personnalisés. Nous disposons

d'un cadre de « tilting » innovant qui modifie la composition d'indices traditionnels pour obtenir exactement le niveau d'exposition au facteur qui convient à vos objectifs et paramètres d'investissement tout en minimisant la tracking error ou en maximisant les opportunités.

Une couverture vaste et profonde

L'étendue de nos ressources et de notre expertise d'investissement nous permet d'investir dans des infrastructures critiques et dans la recherches pour nos processus sophistiqués et évolutifs de gestion de portefeuille. Les flux d'investissement déployés sur tous les marchés (petites et grandes capitalisations, marchés développés et émergents) peuvent faire baisser, voire supprimer le coût de la négociation dans des segments où les frais auraient pu être plus élevés dans d'autres circonstances.

Une implémentation réfléchie

SSGA travaille aux côtés de ses clients afin de comprendre totalement leurs objectifs d'investissement. Du conseil en facteurs à la déconstruction complète de portefeuilles, pour évaluer quels facteurs contribuent à quels niveaux de performance, SSGA est un partenaire précieux dans l'implémentation réussie de vos stratégies Advanced Beta.

Notre processus de mise en oeuvre est réfléchi et estimé et couvre toutes les étapes, de la conception de la transition à la mise en place effective des stratégies de trading.

Vous avez besoin d'indices sur-mesure, d'approches tiltées multi-facteurs personnalisées, d'accéder à des produits commerciaux via des fonds communs de placement ou les tout derniers ETF ? Quelle que soit la réponse, SSGA est votre partenaire pour l'implémentation de vos stratégies Advanced Beta dans les meilleures conditions.