

HORIZONS AGF

Choisir la stratégie appropriée

Afin de mieux atteindre ses objectifs, l'investisseur doit savoir distinguer les stratégies de positions acheteur et celles de positions acheteur et vendeur.

Par Mark Stacey et Bill DeRoche

L'essor de la popularité des stratégies d'investissement factoriel a entraîné une augmentation du nombre de produits offerts par les fournisseurs d'indices et les gestionnaires d'actifs, créant l'idée fausse qu'elles pouvaient être interchangeables. En réalité, ces stratégies peuvent être appliquées dans des portefeuilles de positions acheteur (positions longues) et des portefeuilles de positions acheteur et vendeur (positions longues et courtes), avec des résultats très différents. Il est essentiel, lors de l'évaluation des stratégies factorielles, de comprendre l'objectif de rendement et les cibles de risque de l'investisseur ainsi que le rôle de la stratégie au sein de chaque type de portefeuille.

En quoi consiste l'investissement factoriel?

Un facteur désigne la caractéristique ou l'attribut d'un titre pour lequel on a établi une corrélation avec des rendements antérieurs et qui est susceptible d'influencer les rendements futurs. La première étape de l'investissement factoriel est d'identifier les « facteurs » clés favorisant des rendements supérieurs avec le temps, et la deuxième, d'évaluer et de sélectionner les titres selon ces attributs. Les facteurs communément utilisés sont la valeur, le momentum, la taille, la qualité et la volatilité.

Même si les stratégies factorielles ont attiré beaucoup d'attention au cours des dernières années, leurs principes directeurs existent depuis longtemps. Le Modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), fondé sur la Théorie moderne du portefeuille établie dans les années 1960, a été le premier modèle à décrire le marché en l'associant à un facteur de risque unique, le bêta (ou sensibilité du rendement d'un actif au rendement du marché). Le MEDAF a été élargi dans les années 1970 avec l'introduction du Modèle d'évaluation par arbitrage (MEA),

qui identifie une série de facteurs de risque correspondant aux risques systématiques pour lesquels les investisseurs devraient être rémunérés. Depuis, les recherches ont démontré que la valeur, le momentum, la taille, la qualité et la volatilité étaient tous des facteurs valides.

L'investisseur qui adopte une stratégie factorielle cherche à repérer des titres dotés de caractéristiques de ces facteurs afin d'être exposé aux primes de risque, dans le but d'obtenir un rendement excédentaire ou de réduire le risque. Ainsi, il commence généralement par appliquer un modèle de sélection qui classe les titres d'un univers donné du meilleur au pire selon une ou plusieurs caractéristiques fondamentales. Ce modèle suggère les titres que l'investisseur devrait surpondérer (les premiers du classement) et ceux qu'il devrait sous-pondérer (les derniers du classement). Ces titres sont ensuite intégrés au modèle de risque, qui isole et identifie les facteurs de risque statistique de l'univers des placements, et détermine la part de risque qu'un titre apporte au portefeuille global. Un outil d'optimisation est ensuite utilisé pour établir la pondération appropriée de chaque titre en portefeuille, en équilibrant l'apport prévu du titre au rendement excédentaire, d'une part, et au risque, d'autre part. Des restrictions sont ajoutées au processus d'optimisation afin que le portefeuille établi soit bien diversifié et qu'il réponde aux objectifs de l'investisseur.

Avec l'investissement factoriel, le modèle d'alpha (modèle de risque) d'un investisseur et l'outil d'optimisation peuvent rester les mêmes sur l'ensemble des stratégies; les seules différences étant les restrictions. Celles-ci déterminent l'efficacité avec laquelle l'investisseur peut appliquer son modèle à un portefeuille et sa capacité à atteindre le résultat souhaité. L'ajout de contraintes est un compromis entre l'application du modèle et le risque, la restriction la plus stricte lors de l'établissement du portefeuille étant celle de ne contenir que des positions acheteur.



Valeur

Un titre dont le cours est inférieur à la valeur intrinsèque de l'entreprise. Avec le temps, ces titres ont tendance à surperformer.



Momentum

Un titre dont la valeur s'est récemment améliorée a tendance à poursuivre sa montée.



Taille

Avec le temps, les titres à faible capitalisation ont tendance à surclasser ceux à grande capitalisation.



Qualité

Les titres de qualité supérieure ont tendance à surclasser ceux de moins bonne qualité, avec le temps.



Volatilité

Avec le temps, les titres à faible volatilité tendent à offrir un rendement supérieur à celui des titres à grande volatilité.

Comment fonctionne une stratégie de positions acheteur uniquement?

Avec une stratégie factorielle de positions acheteur, un investisseur ne détient que des titres en position acheteur dans son portefeuille. Les titres les mieux classés selon le modèle sont surpondérés par rapport à un indice de référence. Les titres les moins bien classés sont soit sous-pondérés par rapport à l'indice de référence ou sont exclus du portefeuille. Le classement est fondé sur les expositions des titres aux facteurs. Un rendement excédentaire découle d'une exposition à des facteurs censés offrir des possibilités de hausse à long terme. Le portefeuille ainsi établi sera exposé aux facteurs privilégiés par le modèle, mais le principal facteur de rendement du portefeuille sera le marché général. L'investisseur a un certain contrôle des sources de risque du portefeuille, mais la stratégie de positions acheteur restreint l'application du modèle.

Comme elle contrôle de façon plus explicite les sources de risque et de rendement du portefeuille, la stratégie de positions acheteur et vendeur peut permettre une application plus efficace d'une stratégie factorielle en éliminant l'exclusivité des positions acheteur.

Comment fonctionne une stratégie de positions acheteur et vendeur?

La différence entre une stratégie de positions acheteur et vendeur et une stratégie de positions acheteur est que la première peut aussi inclure des titres en position vendeur ou « vendus à découvert ». Le fait d'éliminer l'exclusivité des positions acheteur d'un portefeuille signifie que les titres classés comme les moins performants du modèle peuvent non seulement être sous-pondérés par rapport à l'indice de référence, ou absents du portefeuille, mais l'investisseur peut également les vendre à découvert et profiter de la dépréciation. De cette façon, le titre affiche une pondération négative efficace dans le portefeuille.

Une stratégie de positions acheteur et vendeur peut améliorer la capacité de l'investisseur à appliquer les expositions factorielles souhaitées du modèle et réduire l'exposition à d'autres risques, notamment ceux du marché. Ceci est mesuré par le coefficient de transfert, soit le degré auquel les suggestions du modèle sont activement appliquées dans le portefeuille. Un portefeuille de positions acheteur et vendeur aura un coefficient de transfert plus élevé et, en conséquence, la gestion active devrait générer une valeur ajoutée plus élevée en raison de la souplesse accrue de l'investisseur.

On parle de « vente à découvert » lorsqu'un investisseur vend des titres qu'il vient d'emprunter, en espérant pouvoir les racheter par la suite, à un prix inférieur, et garder la différence de prix comme profit. Il peut ainsi profiter d'une baisse du cours du titre, mais aussi subir des pertes si le cours augmente et dépasse le prix d'achat initial. Une vente à découvert peut causer la perte d'une partie ou de la totalité de l'investissement initial.

Avec une telle stratégie, plutôt que le marché soit le principal facteur de rendement, c'est l'écart entre les facteurs des côtés acheteur et vendeur qui contribue au rendement. Comme ces deux côtés n'agissent pas toujours à l'unisson, un gestionnaire a la possibilité de créer de l'alpha tant que les positions acheteur surpassent le rendement des positions vendeur. Grâce à cet outil supplémentaire, un investisseur est en mesure de mieux adapter le flux de revenu du portefeuille en fonction du résultat souhaité.

Même si cette stratégie est efficace en théorie, d'un point de vue pratique, l'investisseur doit prendre en compte de nombreux autres aspects avant de la mettre en œuvre lui-même ou de faire appel à un gestionnaire. Pour appliquer une stratégie de positions acheteur et vendeur, il est nécessaire d'avoir une relation de courtage d'excellente qualité et de pouvoir gérer un compte de marge, ce qui s'accompagne de frais et de complexités supplémentaires. Il existe aussi d'importantes restrictions réglementaires liées à la vente à découvert qui doivent être prises en considération. En raison de la nature complexe de ces opérations, de nombreux investisseurs choisissent de faire appel à un gestionnaire, ce qu'ils ne devraient faire qu'après avoir réalisé un contrôle diligent approprié. Sans cela, ils s'exposent à des pertes potentiellement dévastatrices. En effet, des risques considérables sont associés à la vente à découvert; un vendeur à découvert profite de la baisse du prix d'un titre, mais si le prix augmente, les pertes peuvent être en théorie illimitées et bien plus élevées que le placement initial. L'investisseur peut tenter de limiter cela en vérifiant de façon adéquate la qualité du gestionnaire pour s'assurer de son expérience et de son expertise en matière de vente à découvert.

L'investissement factoriel axé sur des positions acheteur et vendeur offre une série de stratégies visant à répondre aux différents besoins des investisseurs. Par exemple, si un investisseur souhaite s'exposer à des marchés boursiers ou à un placement avec un bêta de 1, il devrait envisager une stratégie « 130-30 ». Dans le cadre d'une stratégie 130-30, il commence avec le portefeuille de référence et affecte un autre 30 % de la valeur du portefeuille aux titres les mieux classés du modèle, obtenant ainsi une position acheteur de 130 % de la valeur du portefeuille; puis il vend à découvert les titres les moins bien classés, obtenant une position vendeur de 30 % de la valeur du portefeuille. Par ailleurs, si un investisseur cherche pour son portefeuille un produit complémentaire lui permettant d'éliminer le bêta, ou l'exposition aux risques du marché, il devra prendre en compte une solution neutre au marché. Une stratégie neutre au marché neutralise l'exposition du portefeuille au risque du marché en combinant des positions acheteur et vendeur avec une exposition au bêta à peu près identique.

Pourquoi choisir une stratégie plutôt qu'une autre?

Pour être en mesure de choisir entre les deux stratégies, il faut comprendre les objectifs de l'investisseur.

- Si l'investisseur souhaite être exposé aux marchés des actions, il devrait envisager une stratégie avec une exposition au bêta, y compris de positions acheteur uniquement ou 130-30.
- Une stratégie de positions acheteur et vendeur conviendrait à l'investisseur qui souhaite réduire son exposition au marché tout en maintenant une exposition à une série d'autres primes de risque.
- Par ailleurs, si l'investisseur cherche un complément pour son portefeuille d'actions, y compris des outils de couverture non traditionnels ou une exposition factorielle pure, il devrait envisager une stratégie neutre au marché dans laquelle le bêta est efficacement éliminé et l'exposition aux autres facteurs améliorée.

Comparaison des stratégies

Stratégie factorielle de positions acheteur uniquement (longues)

- Relativement facile de cibler des facteurs
- Lorsque les marchés boursiers sont positifs, le portefeuille est exposé aux hausses
- L'exclusivité des positions acheteur limite la capacité de l'investisseur à exprimer les expositions aux facteurs souhaitées, ce qui entraîne un faible coefficient de transfert
- L'investisseur a peu de moyens de contrôler les sources de risque du portefeuille, une partie importante du risque provenant du marché

Stratégie factorielle de positions acheteur et vendeur (longues et courtes)

- Source supplémentaire d'alpha, car l'investisseur peut dégager des rendements positifs à la fois à partir des hausses des positions acheteur et des baisses des positions vendeur
- L'investisseur peut mettre en place son modèle factoriel de manière plus efficace, ce qui entraîne un coefficient de transfert plus élevé
- La capacité de l'investisseur de contrôler les sources de risque du portefeuille est accrue. Il peut modifier de façon importante le profil de risque du portefeuille et cibler les expositions souhaitées plus efficacement
- Relativement plus difficile à comprendre et à appliquer
- Risque illimité associé à la vente à découvert des titres
- Coûts additionnels de la vente à découvert. Les vendeurs à découvert doivent payer les coûts d'intérêt et d'emprunt liés à la marge, et ils sont responsables de payer les dividendes ou distributions versés par le titre emprunté
- Certaines autorités appliquent des restrictions réglementaires importantes, plus particulièrement sur les produits enregistrés

L'investissement factoriel position acheteur et position acheteur-vendeur



Mark Stacey, MBA, CFA
Vice-président principal, chef de la gestion des portefeuilles et cochef des investissements
Gestion de placements Highstreet

Mark Stacey s'est joint à Gestion de placements Highstreet (Highstreet) en 2011 et dirige aujourd'hui les activités de gestion de placements de la société. Il est également responsable de la gestion de portefeuilles des mandats d'actions canadiennes à petite capitalisation et d'actions de croissance canadiennes de Highstreet. Il possède 14 ans d'expérience dans le domaine de l'application des techniques de gestion quantitative et qualitative au processus de gestion des portefeuilles.

Avant de rejoindre Highstreet, il a été vice-président, Actions à la société London Capital Management pendant six ans, au cours desquels il a géré plusieurs portefeuilles axés sur les titres de base, de valeur ou de croissance sur les marchés du Canada et des États-Unis.

M. Stacey est titulaire d'une maîtrise en relations industrielles de l'Université de Toronto et d'un MBA de la Richard Ivey School of Business, de l'Université Western Ontario. Il est également analyste financier agréé (CFA).



Bill DeRoche, MBA, CFA
Chef des investissements et gestionnaire de portefeuille
AGF Investments LLC¹

Bill DeRoche est chef des investissements et gestionnaire de portefeuille au sein d'AGF Investments LLC (anciennement FFCM LLC).¹

Il est cofondateur d'AGF Investments LLC, une société de conseil fondée à Boston en 2009 et une filiale de La Société de Gestion AGF Limitée. M. DeRoche fait partie de l'équipe de direction d'AGFiQ, la plateforme d'investissement quantitatif d'AGF, qui applique une démarche fondée sur la conviction que les résultats d'investissement peuvent être améliorés par l'évaluation et le ciblage des facteurs qui influencent les rendements des marchés. M. DeRoche possède une expérience considérable dans l'application de stratégies factorielles quantitatives et de méthodes non traditionnelles, visant à atteindre un vaste ensemble d'objectifs.

Auparavant, M. DeRoche était vice-président à State Street Global Advisors (SSgA), où il dirigeait l'équipe chargée des actions américaines bonifiées. Dans le cadre de ses fonctions, il gérait principalement les stratégies à long terme et 130/30 sur les marchés américains, et il effectuait des recherches sur les modèles de classement des titres et les techniques d'assemblage de portefeuilles de SSgA. Avant son entrée à SSgA en 2003, il exerçait les fonctions d'analyste quantitatif et de gestionnaire de portefeuille à Putnam Investments. Il travaille dans le domaine de la gestion de placements depuis 1995. Avant cette date, il était pilote du Grumman A-6 Intruder dans la Marine américaine et faisait partie de l'escadron d'attaque 85, à bord du porte-avions USS America (CV-66).

M. DeRoche est titulaire d'un baccalauréat en génie électrique de l'académie navale des États-Unis (United States Naval Academy) et d'un MBA de l'Amos Tuck School of Business Administration, du Dartmouth College. Il est également analyste financier agréé (CFA®) et a obtenu les licences des séries 7, 63 et 24 de la FINRA.

¹ Spécialiste de l'investissement auprès d'AGF Investments LLC (anciennement FFCM LLC), une société de conseil en placements inscrite aux États-Unis et affiliée à Placements AGF Inc.

Pour de plus amples renseignements, veuillez visiter le site AGF.com.



À L'USAGE DES CONSEILLERS AUPRÈS DES INVESTISSEURS

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement le point de vue d'AGF, de ses filiales et de toute autre société apparentée ou affiliée, et ne peuvent être associées à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement.

Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général basés sur des informations disponibles au 22 avril 2019 et ne devraient pas être considérés comme des conseils personnels en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Nous avons pris les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Les conditions du marché peuvent changer et le gestionnaire de portefeuille n'accepte aucune responsabilité pour des décisions de placement prises par des individus et découlant de l'utilisation ou sur la foi des renseignements contenus dans ce document. Nous invitons les investisseurs à consulter un conseiller financier.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de La Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujéti au Canada. Les filiales faisant partie de Placements AGF sont Placements AGF Inc. (« AGFI »), Gestion de placements Highstreet (« Highstreet »), AGF Investments America Inc. (« AGFA »), AGF Asset Management (Asia) Limited (« AGF AM Asia ») et AGF International Advisors Company Limited (« AGFIA »). AGFA est inscrite aux États-Unis à titre de conseiller. AGFI et Highstreet sont inscrites à titre de gestionnaires de portefeuille auprès des commissions des valeurs mobilières canadiennes. AGFIA est réglementée par la Central Bank of Ireland et est inscrite auprès de l'Australian Securities & Investments Commission. AGF AM Asia est inscrite à Singapour à titre de gestionnaire de portefeuille. Les filiales faisant partie de Placements AGF gèrent plusieurs mandats comprenant des actions, des titres à revenu fixe et des éléments d'actif équilibrés.

AGFiQ représente une collaboration entre des professionnels de l'investissement issus des sociétés Gestion de placements Highstreet, gestionnaire de portefeuille inscrit au Canada, et AGF Investments LLC (anciennement FFCM LLC), société de conseil en placement inscrite aux États-Unis. Cette collaboration constitue l'équipe d'investissement quantitatif.

Le présent document est destiné aux conseillers et vise à les aider à déterminer quels investissements conviennent le mieux aux investisseurs. Tout investisseur devrait consulter son conseiller financier pour déterminer quels investissements conviennent le mieux selon son portefeuille de placements et ses objectifs personnels à cet égard.

Date de publication : le 24 mai 2019.