



Flash institutionnel et High Net Worth

L'approche quantitative pure, ou comment surperformer grâce à l'objectivité

D'innombrables approches existent afin de gérer les actions d'un portefeuille d'investissement. Du plus fondamental au plus technique, chaque gestionnaire adopte une recette à laquelle il croit et qui, au fil du temps, devrait théoriquement permettre de surperformer le rendement du marché dans son ensemble. Bien sûr, certaines nuances existent. Certains gestionnaires désirant limiter la volatilité ou offrir des rendements absolus, la performance supérieure au marché n'est pas toujours l'objectif visé. Toutefois, les efforts consentis par la majorité des équipes de gestion de portefeuille va en ce sens — et la majorité de celles-ci ne réussissent pas à créer une valeur ajoutée par rapport au marché à long terme.

Au Canada, par exemple, seulement 30 % des gestionnaires comparant leurs résultats à l'indice composé S&P/TSX réussissent à obtenir une surperformance par rapport à celui-ci sur cinq ans¹. Pour les actions mondiales et les actions américaines, deux autres catégories d'actions souvent présentes dans les portefeuilles des investisseurs canadiens, les résultats sont encore plus désastreux, avec respectivement 8 % et 2 % des gestionnaires ayant réussi à surperformer leur indice de référence sur la même période. On remarque également que les résultats des gestionnaires sont souvent meilleurs sur un an que sur trois ans, et meilleurs sur trois ans que sur cinq ans. Dans ce contexte, il y a lieu de se demander si les résultats obtenus par les méthodes de gestion de portefeuille les plus couramment utilisées sont satisfaisants, mais aussi si d'autres méthodes plus méconnues ou moins souvent utilisées peuvent contribuer à obtenir des résultats intéressants et constants à moyen et long terme. Dans cette édition du Flash, une façon efficace et disciplinée d'obtenir

des rendements surperformant le marché à moyen et long terme est discutée: celle de se doter d'un modèle quantitatif pur de sélection, de pondération et de rééquilibrage des titres.

Contexte

Bien que la finance quantitative existe sous diverses formes depuis plus d'un siècle, un modèle quantitatif pur s'entend ici d'une méthode de construction de portefeuille qui permet de déterminer dans une objectivité quasi absolue les titres qui le composent. Essentiellement, un tel modèle permet de choisir les actions qui sont le plus susceptibles de surperformer le marché dans son ensemble, selon un ou plusieurs critères purement mathématiques d'un certain style de gestion, permettant ainsi de filtrer les bonnes compagnies et éliminer les mauvaises afin qu'émerge le meilleur portefeuille possible selon le style choisi. Également, l'approche quantitative pure peut impliquer de systématiser les pondérations attribuées à chacun des titres dans le portefeuille, ainsi que les moments où s'effectuent des changements de titres et des rééquilibrages. Cette approche est de style ascendant, c'est-à-dire qu'elle ne tente pas de favoriser des secteurs selon une analyse du contexte économique ou des sociétés selon une analyse du bilan, du positionnement stratégique, des barrières à l'entrée, de la compétition ou des produits. Joel Greenblatt a significativement popularisé cette méthode d'investissement, grâce à sa « formule magique pour investir » décrite dans son livre *The Little Book that Beats the Market*. Cette formule aurait semble-t-il permis de battre l'indice S&P500 96 % du temps, et aurait procuré un rendement annualisé brut sur 17 ans d'un peu plus de 30 % si elle avait été mise en œuvre².

Fonctionnement et avantages

Afin de comprendre en quoi cette méthodologie peut grandement différer d'un processus de gestion traditionnel et les avantages que cela confère, il incombe d'utiliser un exemple fictif concret et les avantages découlant de chacun des aspects de la construction du portefeuille quantitatif pur.

D'abord, un gestionnaire quantitatif sélectionnera un ou plusieurs marché(s) dans le(s)quel(s) il veut investir. Cela peut notamment dépendre de son accès à des données historiques et actuelles de qualité pour construire son modèle et faire une vérification a posteriori. Ensuite, le gestionnaire choisit un ou des styles de gestion avec le(s) quel(s) il est confortable. Ce(s) style(s) de gestion peu(ven)t par exemple être orientés sur la valeur, la croissance, la croissance à prix raisonnable, le momentum ou les revenus, pour ne nommer que quelques styles de gestion particulièrement connus. Il détermine ensuite les critères qu'il favorisera afin de choisir les meilleures actions pour composer le portefeuille. Aux fins de l'exercice, posons comme hypothèse que le gestionnaire décide d'utiliser le mélange de critères momentum et valeur suivants³:

- Fort momentum des flux de trésorerie annuels
- Fort momentum du prix de l'action
- Faible ratio cours/valeur comptable
- Forte croissance des dividendes

Le gestionnaire accorde subséquemment un certain pourcentage d'importance à chacun des critères de sa « recette » dans le choix des titres. Dans l'exemple, les critères pourraient tous avoir le même poids (1/4) ou certains pourraient avoir une plus grande incidence dans le choix des titres. Le premier avantage d'une méthode quantitative pure qui émerge est que lorsqu'on a accès à une base de données comportant un historique suffisamment long, le nombre et la variété de critères de sélection des titres que l'on peut inclure dans le processus est vaste et précis. La discipline d'accorder toujours la même importance aux différents facteurs choisis favorise également l'obtention de résultats à long terme supérieurs, évitant ainsi de se laisser tenter par un ou des titre(s) présentant un facteur particulier significativement plus intéressant pendant une période momentanée. Il s'agit du deuxième avantage du quantitatif pur : le gestionnaire ne peut « perdre la touche ».

Dans l'exemple qui nous concerne, le portefeuille peut devenir trop volatile en se fiant trop fortement aux facteurs momentum, tout comme un investisseur pourrait demeurer piégé dans une trappe de valeur s'il s'attardait trop à des sociétés présentant les plus faibles ratios de valeur relative. C'est là le troisième avantage d'un modèle pur — il évite les dérives de style.

Après avoir choisi le marché sur lequel il veut investir ainsi que les critères de sélection des titres et leur poids respectif, le gestionnaire s'attarde à l'étape la plus cruciale de son processus : la vérification a posteriori⁴ à partir de données historiques fiables et de qualité. Une vérification a posteriori implique de tester la stratégie à partir d'une base de données fiable, simulant les résultats qu'elle aurait obtenue dans le passé. Le gestionnaire peut ainsi adapter ses choix de critères et les pondérations de ceux-ci pour filtrer les titres choisis. Cet aspect permet de créer une véritable recette gagnante en peaufinant le modèle avant de le mettre en place. Comme l'approche quantitative pure n'implique aucune décision subjective quant au choix des titres, le gestionnaire peut savoir de façon très exacte quel aurait été le rendement de la stratégie si celle-ci avait été appliquée dans le passé. On peut donc déterminer avec justesse quelles auraient été les décisions d'investissement passées, puisque celles-ci n'auraient pas été basées sur une analyse subjective de titres ou de graphiques de cours. Il s'agit du quatrième avantage d'un modèle quantitatif : aucun autre style de gestion ne permet de démarrer un nouveau portefeuille en ayant un historique sans que de l'argent réel n'ait été investi dans la stratégie nouvellement créée.

Généralement, le gestionnaire détermine une fréquence de révision de la liste de titres (ex. : mensuellement) et de rééquilibrage (ex. : trimestriellement) ainsi que le nombre de titres composant le portefeuille. Le nombre de titres demeurera toujours le même et le portefeuille sera composé des titres étant le mieux classés dans l'univers de placement choisi (ex. : les compagnies composant le S&P/TSX). Le poids de chaque titre dans le portefeuille est aussi prévu à l'avance. Typiquement, les modèles quantitatifs purs sont équipondérés. Cela constitue un cinquième avantage, puisque de nombreuses études ont démontré que les portefeuilles équipondérés tendent à surperformer les portefeuilles ayant des pondérations liées à la capitalisation boursière ou d'autres attributs des titres le composant⁵.

Le gestionnaire peut finalement ajouter des critères de liquidité ou de capitalisation boursière.

Exemple

Ken Hartvisken, de BMO Marchés des capitaux, a mis en place un modèle quantitatif pur lié au marché américain en 2011. L'univers de placement qu'il choisit était constitué de 2 300 titres pour lesquels des données historiques étaient disponibles depuis 1993. Les six facteurs à poids égal qu'il a initialement choisis afin de sélectionner les titres étaient les mêmes que ceux qu'il utilisait depuis plus de deux décennies pour le marché canadien, soit :

- Fort ratio de dividendes
- Faible ratio cours/bénéfices
- Faible ratio cours/valeur comptable
- Fort rendement des capitaux propres
- Fort momentum du cours (données en roulement 12 mois)
- Fort momentum des bénéfiques (données en roulement 12 mois)

Malheureusement, en réalisant une analyse a posteriori, il réalisa que le facteur du dividende ne contribuait pas à choisir des titres à potentiel de rendement supérieur.

Il a donc effectué des recherches afin de trouver un autre facteur qui permettrait d'obtenir une différenciation dans le choix des titres. Son choix s'arrêta sur un fort ratio flux de trésorerie/dette, qui mesure la capacité de rembourser la dette, financer de nouveaux projets ou d'éventuellement verser un dividende.

Les résultats de l'analyse a posteriori furent probants. De 1993 à 2011, le rendement annuel composé d'un portefeuille composé des 35 meilleurs titres au classement, révisés mensuellement et rééquilibrés trimestriellement, aurait été de 22,1 %. Au cours de la même période, le S&P500 a connu un rendement annuel composé de 8,3 %.

En date du 2 janvier 2014, le modèle quantitatif américain de Ken Hartvisken que je mis en application le 2 mai 2012 par le biais du Groupe de solutions aux investisseurs de BMO Marchés des capitaux a offert un rendement de 44,16 %, net de 1 % de frais de gestion, comparativement à 35,63 % pour le S&P500. La surperformance démontrée par l'analyse a posteriori s'est donc avérée dans les résultats obtenus par le modèle depuis mai 2012.

¹ Selon l'enquête Standard&Poor's Dow Jones Indices vs. Active Funds Canada Scorecard de mi-année 2013. Cette enquête mesure la performance des fonds gérés activement versus leur indice de référence S&P Dow Jones pertinent. Les résultats sommaires et la méthodologie sont disponibles à <http://us.spindices.com/resource-center/thought-leadership/spiva/>. En ligne. Consulté le 23 décembre 2013.

² Zen, Brian et Hamai, Garrett. "Joel Greenblatt Speaking at New York Society of Security Analysts". 28 décembre 2005.

³ Les données utilisées peuvent être les données en glissement des 12 mois précédents (« trailing twelve months » ou TTM), des quatre derniers trimestres, des cinq dernières années, etc. dépendant du w.

⁴ Une vérification a posteriori est une simulation de la performance d'une stratégie si celle-ci avait été mise en application dans le passé. Comme un modèle quantitatif applique un processus très strict de sélection, d'achats et de ventes des titres, une vérification a posteriori donne une perspective raisonnable de la surperformance potentielle de la stratégie bâtie sur différents horizons de placement. D'autres mesures statistiques telles que l'écart-type, le coefficient bêta, le ratio de Sharpe et les ratios de captures de hausses et de baisses des marchés peuvent être calculés, dépendant du fournisseur de données.

⁵ Entre autres, une étude menée en 2008 par Srikant Dash et Keith Loggie, de Standard & Poor's, analysa la performance du S&P500 pondéré en fonction de la capitalisation boursière et du S&P500 équipondéré. De 1990 à 2008, l'indice équipondéré a surperformé l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière de 1,5 % annuellement. Cette étude est disponible en ligne à : http://www.ohpen.nl/downloads/Dash_Loggie%20Equal%20Weight.pdf.

⁶ Pour plus d'informations sur le modèle de Ken Hartvisken : BMO Capital Markets Red Book, Q4 2011.

Coordonnées

Financière Banque Nationale Inc.

Vincent Cliche

Conseiller en placement

640 - 900, René-Lévesque Est, Québec (Québec) G1R 2B5

418 649-2525 ■ 1-800-463-2635

