## Systematic Equity Investing Décembre 2014

# La gestion action systématique, un complément à la gestion action traditionnelle ?



Sébastien Bauchart Portfolio Manager sbauchart@seven-cm.com +33 1 42 33 75 37

« Smart beta », « Enhanced index », « Factor investing » sont autant de termes financiers hier peu connus et désormais sur les lèvres de nombreux investisseurs.

L'essor de ces méthodes de gestion systématique sur action et l'institutionnalisation de produits indiciels dit « intelligents » semblent désormais ouvrir aux investisseurs la perspective de nouveaux gisements de performances.

Cette étude a pour objectif d'analyser les performances de quelques uns des facteurs de sélection de titres utilisés dans le cadre de stratégies de gestion systématique sur action.



Ainsi, nous avons choisi de nous focaliser sur six critères de sélection de titre : le Price Earning ratio, le Price to Sales ratio, le Price to Book ratio, la croissance moyenne sur 5 ans du bénéfice par action, le Momentum et le consensus des analystes financiers.

Nous disposerons donc d'un échantillon représentatif des différentes philosophies d'investissement prévalentes dans ce domaine.



#### Méthodologie

Les simulations de performances qui vous seront présentées dans le cadre de cette étude portent sur une période allant du 1<sup>er</sup> janvier 2000 au 31 octobre 2014,

Elle couvre donc 2 phases de baisses prononcées (2000 – 2003 & 2007 – 2009) et 2 phases de hausses significatives (2003 – 2007 & 2009 -2014).

Notre indice boursier de référence est l'indice Stoxx 600 Europe (dividendes réinvestis).

Notre procédure de simulation de performances est rédigée de sorte que les résultats que nous vous présenterons ne souffrent d'aucun biais, biais du survivant & anticipation de données notamment.

Pour chacun des critères de sélection que nous étudierons nous limiterons notre univers d'investissement aux titres membres de l'indice Stoxx 600 Europe et ayant une volatilité annualisée (calculée sur 120 jours) comprise entre 10 % et 50 %.

Nous appliquerons à chaque transaction un coût d'exécution égal à 0,25 % du montant total de la transaction.

Chaque mois les 25 meilleurs titres selon le critère de sélection étudié sont inclus dans le portefeuille.

Chaque titre sélectionné sera détenu en portefeuille pour une durée minimum de 12 mois, le portefeuille étant renouvelé à hauteur de 1/12 chaque mois.

Les données de prix et les données fondamentales utilisées dans le cadre des simulations de performance sont extraites de Bloomberg et corrigées de toutes opérations sur titres ayant pu impacter les cours de bourse (détachement de dividende, division du nominal, attribution d'actions gratuites etc.).

Ci-dessous les champs Bloomberg utilisés dans le cadre de notre étude :

```
« PX_TO_BOOK_RATIO »
```

<sup>«</sup> PX\_TO\_SALES\_RATIO »

<sup>«</sup> PE\_RATIO »

<sup>«</sup> BASIC EPS 5YR AVG GR »

<sup>«</sup> EQY REC CONS »

<sup>«</sup> TOT\_ANALYST\_REC »



#### Price Earning ratio [PER]

Le Price Earning ratio, également appelé « ratio cours sur bénéfices », se calcule en divisant la capitalisation boursière d'une société par son résultat net.

Il s'agit sans nul doute de l'indicateur boursier le plus connu et probablement un des plus utilisés par la communauté financière.

$$Price\ Earning\ ratio = rac{Capitalisation\ boursi\`{e}re}{R\'{e}sultat\ net}$$

La logique d'investissement communément employée est la suivante :

Plus une société affiche un **PER faible** et plus celle-ci constitue une opportunité d'investissement intéressante. Réciproquement, plus une société affiche un **PER élevé** et plus investir dans cette société est considéré comme risqué.



Si l'on constate une très large surperformance de notre portefeuille **PER faible** il est très étonnant de constater que notre portefeuille **PER élevé** ne performe que marginalement moins bien que l'indice Stoxx 600 Europe.

Dans un souci de validation de la pertinence du critère de sélection PER nous aurions clairement préféré voir le portefeuille *PER élevé* afficher des performances sensiblement inférieures à celles de notre indice de référence.



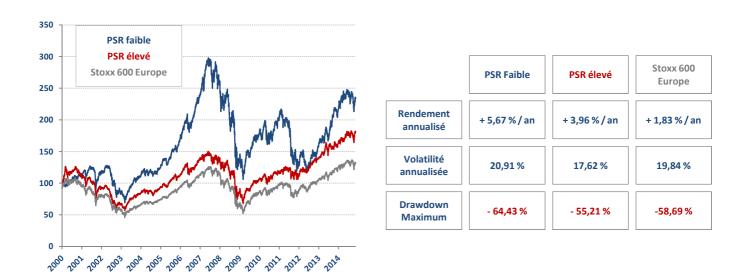
#### Price to Sales ratio [PSR]

Le Price to Sales ratio se calcule en divisant la capitalisation boursière d'une société par le chiffre d'affaire généré par cette même société.

$$Price \ to \ Sales \ ratio = \frac{Capitalisation \ boursi\`{e}re}{Chiffre \ d'affaire}$$

La logique d'investissement communément employée est la suivante :

Plus une société affiche un **PSR faible** et plus celle-ci constitue une opportunité d'investissement intéressante. Réciproquement, plus une société affiche un **PSR élevé** et plus investir dans cette société est considéré comme risqué.



Si selon la logique d'investissement énoncée ci-dessus il est normal de voir le portefeuille **PSR faible** surperformer le portefeuille **PSR élevé**, il est extrêmement inquiétant de constater que le portefeuille **PSR élevé** bat notre indice de référence , l'indice Stoxx 600 Europe.

De fait, il nous est très difficile de conclure que le Price to Sales est un critère de sélection pertinent, l'absence de « symétrie » dans les performances des deux portefeuilles ne constituant pas un élément positif.



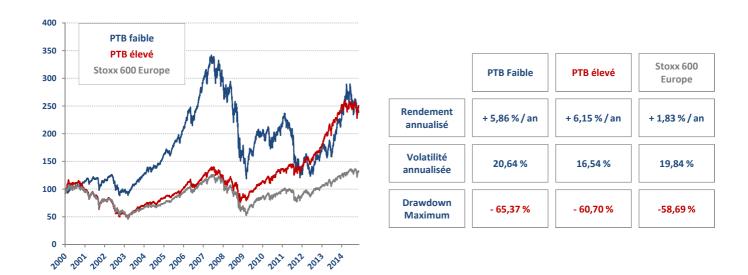
## Price to Book ratio [PTB]

Le Price to Book ratio se calcule en divisant la capitalisation boursière d'une société par l'actif net comptable de cette même société.

$$Price \ to \ Book \ ratio = \frac{Capitalisation \ boursi\`{e}re}{Actif \ net \ comptable}$$

La logique d'investissement communément employée est la suivante :

Plus une société affiche un **PTB faible** et plus celle-ci constitue une opportunité d'investissement intéressante. Réciproquement, plus une société affiche un **PTB élevé** et plus investir dans cette société est considéré comme risqué.



Les résultats obtenus ici sont particulièrement étonnants. En effet, le portefeuille **PTB élevé** génère un rendement annualisé supérieur à celui du portefeuille **PTB faible** et ce avec un niveau volatilité global inférieur.

A noter que depuis le plus bas des indices boursiers en mars 2009 (31 mars) le portefeuille **PTB élevé** affiche une progression de + 199 %, le portefeuille **PTB faible** n'ayant lui progressé que de + 76,65 % sur la période.



## Croissance annuelle moyenne du bénéfice par action sur 5 ans [5YR]

Les indicateurs boursiers que nous avons étudiés jusqu'ici, Price Earning ratio, Price to Sales ratio, Price to Book ratio, sont avant tout des indicateurs visant à juger de l'attractivité d'un titre en terme de valorisation boursière.

Analyser la croissance annuelle moyenne du bénéfice par action nous permet de juger de la capacité historique d'une société à faire croître ses profits.

La logique d'investissement communément employée est la suivante :

Plus une société affiche une **croissance 5YR élevée** et plus celle-ci constitue une opportunité d'investissement intéressante. Réciproquement plus une société affiche une **croissance 5YR faible** et plus investir dans cette société est considéré comme risqué.



A nouveau les résultats obtenus sont étonnants. En effet, le portefeuille **5YR faible** génère un rendement annualisé supérieur à celui du portefeuille **5YR élevé**.

Ces deux portefeuilles affichent des performances supérieures à celles de notre indice de référence.



#### Consensus des analystes financiers sur la valeur [NOTE]

La base de données financières Bloomberg nous donne accès à une note synthétique traduisant l'opinion des analystes financiers sur les différentes sociétés que nous étudions.

Cette note évolue entre un minimum de 1 et un maximum de 5.

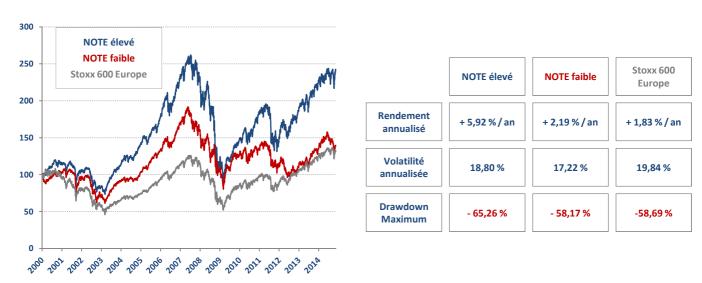
1 signifie que tous les analystes financiers sont à la vente sur la valeur

5 signifie que tous les analystes financiers sont à l'achat sur la valeur

Nous avons choisi de ne retenir que les titres sur lesquels au minimum 10 analystes financiers ont formulé une opinion.

La logique d'investissement communément employée est la suivante :

Plus une société affiche une **note élevée** et plus celle-ci constitue une opportunité d'investissement intéressante. Réciproquement plus une société affiche une **note faible** et plus investir dans cette société est considéré comme risqué.



On constate une surperformance significative du portefeuille **NOTE élevé** vs. le portefeuille **NOTE faible** et notre indice de référence.

La bonne tenue du portefeuille **NOTE faible** par rapport à l'indice Stoxx 600 Europe s'explique probablement par le fait que les analystes financiers « vendeurs de services d'exécution » ont traditionnellement beaucoup plus de facilité à exprimer une opinion positive sur un titre que négative.

Généralement en cas d'opinion négative sur un titre ils s'abstiendront simplement d'émettre un avis dessus.



#### Momentum [MOM]

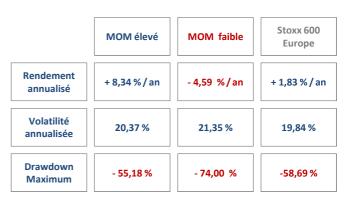
Le momentum, indicateur de tendance classique, est la variation d'un titre boursier sur les x derniers jours.

Dans le cadre de notre étude nous utiliserons une fenêtre de calcul de 200 jours :

$$Momentum = \frac{Cours \ de \ clôure_{j}}{Cours \ de \ clôure_{j-199}} - 1$$

Plus une société affiche un **momentum élevé** et plus celle-ci constitue une opportunité d'investissement intéressante. Réciproquement plus une société affiche un **momentum faible** et plus investir dans cette société est considéré comme risqué.





Les résultats obtenus ici sont parfaitement en ligne avec la théorie.

En effet, le portefeuille **MOM élevé** surperforme largement le portefeuille **MOM faible**.

Ce portefeuille **MOM faible** sous performe significativement notre indice de référence.

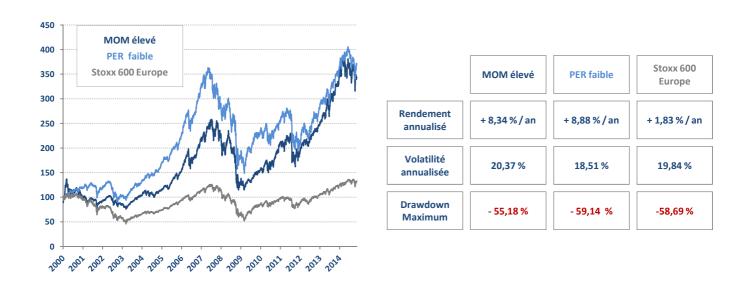
Nous avons donc ici une « symétrie parfaite » des résultats :

MOM élevé > Indice de référence > MOM faible



#### Momentum [MOM] vs. Price Earning ratio [PER]

Il ressort de nos différentes simulations de portefeuille que les deux critères de sélection les plus intéressants en terme de performances et de symétrie des résultats sont le Momentum et le Price Earning ratio.



Ces deux portefeuilles MOM & PER s'appuient sur des logiques d'investissement très différentes.

En effet, Le portefeuille MOM est construit autour d'une approche 100 % technique visant à tirer profit de la capacité d'un titre à surperformer son indice de référence.

A l'inverse le portefeuille PER suit une approche « contrarian » visant à tirer profit d'une anomalie en terme de valorisation boursière.

Dans un cas nous achetons « ce qui a monté » en tablant sur une poursuite du phénomène et dans l'autre nous achetons « ce qui a baissé » et qui sur la base des cours de bourse actuels constitue une opportunité en terme de valorisation boursière.

Ces deux approches sont donc différentes en terme de logique d'investissement mais manifestement complémentaires en terme de performances.

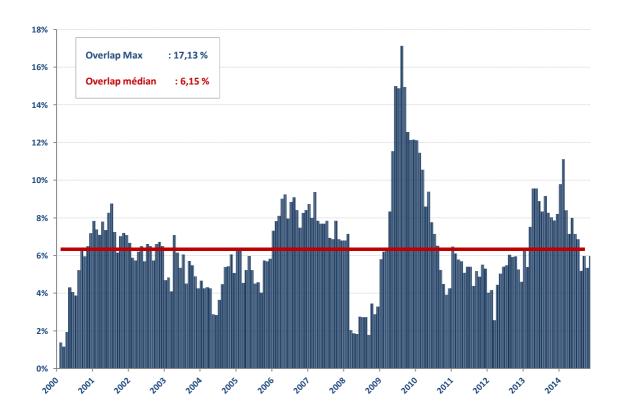


## Momentum [MOM] vs. Price Earning ratio [PER]

Si l'on étudie dans le détail la structure de ces deux portefeuilles MOM & PER on constate que le taux d'overlap entre les deux portefeuilles est très faible.

Le taux d'overlap nous indique à une date T quel est le pourcentage de titres communs à chacun des deux portefeuilles.

Plus le taux d'overlap est faible et plus la structure de nos deux portefeuilles est différente.



Ce faible taux d'overlap ne constitue en rien une surprise tant les logiques d'investissement sont différentes.

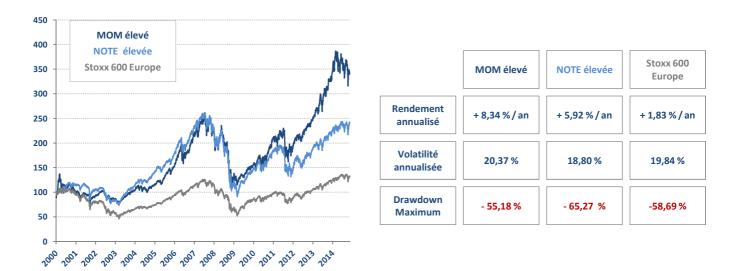
Cette analyse nous permet néanmoins de constater que partant d'un même univers d'investissement, le Stoxx 600 Europe, et en construisant des portefeuilles complètement différents dans leur structure il est possible de battre très largement notre indice de référence.



#### Momentum [MOM] vs. Consensus des analystes financier [NOTE]

De tous les critères de sélection que nous avons étudiés, le consensus des analystes financiers est probablement celui se rapprochant le plus d'une démarche d'analyse fondamentale classique.

En effet, les analystes financiers s'appuient non pas sur un unique critère mais sur une série de critères fondamentaux pour formuler leur recommandation sur un titre.



Ainsi en comparant le portefeuille **MOM élevé** avec le portefeuille **NOTE élevée**, nous comparons une approche technique monocritère (le momentum) avec une approche fondamentale multicritères (le consensus des analystes financiers).

S'il est évident que les performances de notre portefeuille **NOTE élevée** ne peuvent être considérées comme parfaitement représentatives des performances de la « gestion traditionnelle action », elles n'en demeurent pas moins significatives et intéressantes.

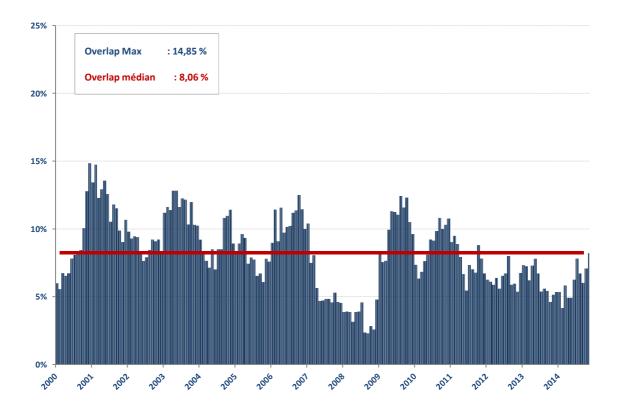
On constate qu'entre 2001 et 2010 les performances des deux portefeuilles étaient très proches (**MOM** élevé : + 108 % // **NOTE** élevée : + 83 %) puis se sont écartées à partir de 2011, le portefeuille **MOM** élevé progressant de + 64,48 % contre + 31,85 % pour le portefeuille **NOTE** élevée.



## Momentum [MOM] vs. Consensus des analystes financier [NOTE]

L'étude du taux d'overlap entre les deux portefeuilles fait à nouveau apparaître deux structures de portefeuille très différentes.

La complémentarité entre une approche technique monocritère et une approche fondamentale multicritères est donc manifeste, la combinaison de ces deux types d'approches étant sans nul doute créatrice de valeur pour les investisseurs.





#### Conclusion

Au cours de cette étude nous avons identifié certains critères de sélection de titres dont l'analyse des performances tend à confirmer leur pertinence.

Nous avons analysé en détail la structure des portefeuilles et identifié qu'à structures de portefeuille & logiques d'investissement différentes il est tout de même possible de générer des performances supérieures à celles de notre indice de référence.

Il apparait clairement qu'il n'existe pas d'indicateur boursier aux performances incontestables et qu' affirmer qu'une approche monocritère est inférieure à une approche multicritères est incorrect.

L'intérêt pour l'investisseur de mixer au sein de son portefeuille gestion action systématique et gestion action traditionnelle semble évident et n'est pas nécessairement source d'overlap au sein de son portefeuille.