



L'OBLIGATAIRE tenté par le « smart beta »

Les investisseurs s'intéressent à ces stratégies, malgré des problèmes récurrents de liquidité.

PAR FABRICE ANSELMI

 @fanselmi396

+ EMAIL fanselmi@agefi.fr

PLUS SUR LE SITE WEB www.agefi.fr

Adopter des stratégies « *smart beta* », est-ce la solution des années à venir sur des marchés obligataires censés souffrir de l'arrêt des politiques accommodantes des banques centrales les ayant soutenus depuis dix ans ? Depuis quelque temps, des gestionnaires tentent d'appliquer aux

obligations les primes de risques intéressantes, du fait de comportements systématiques, sur les marchés d'actions. Mais les connaissances académiques restent limitées, et il ne semble pas possible d'appliquer systématiquement les facteurs habituels (*value*, *momentum*, taille, qualité, volatilité) sans précautions.

Concernant les obligations d'Etat, l'univers serait trop restreint, et l'analyse trop directement liée aux critères « *top-down* » ou macroéconomiques. « *Il y a quand même une vraie hétérogénéité et des opportunités d'investissements ciblés liées aux divergences de politiques monétaires* », estiment Etienne Vincent et Olivier Laplénie,

directeurs des gestions *quant* et gestions *quant fixed income* chez BNP Paribas AM, qui propose depuis 2009 une stratégie « *value* » (arbitrage de courbes de taux), « *qualité* » (emploi, masse monétaire) et « *momentum* » sur les pays OCDE. D'autres ont proposé de repondérer les souverains émergents, comme SSGA, avec un score « *qualité* » (dette/ PIB, déficit, croissance, etc.) dynamique.

En théorie, les obligations d'entreprises offrent davantage de similitudes avec les actions : univers d'investissement larges et données fondamentales dans une logique « *bottom-up* ». Dans la pratique, il existe trop de différences pour dupliquer simplement les stratégies factorielles.

MOINS TRANSPARENT

Concernant les obligations d'entreprises, le marché est, par rapport à celui des actions, moins organisé et moins transparent, sans prix de clôture, avec moins de liquidité, et des effets de styles différents, avec davantage d'aversion aux risques et de recherche de rendement. « *Les principales questions sont celle de la qualité des données, dans la mesure où les obligations ne survivent pas dans le temps pour donner un historique long comme les actions, et celle de la liquidité* », remarque Antoine Lesné, directeur stratégie et recherche de SPDR ETF Europe (SSGA). « *Les actions restent plus faciles à 'catégoriser' que le 'fixed income', dont les actifs cumulent plusieurs composantes entre crédit et taux, chacun nécessitant des facteurs*

spécifiques. Nous nous attachons également à neutraliser les biais, en termes de durée ou de 'beta crédit' par rapport au benchmark, tant au niveau du portefeuille que de chaque facteur, explique Charles Cresteil, spécialiste des investissements quantitatifs chez BNP Paribas AM. *Nous sommes partis d'une analyse des données à grande échelle ('big data'), et d'une base fiable, que nous avons mis trois ans à construire, ce qui permet de classer les titres disponibles selon leur taille, leur ancienneté et surtout leur liquidité.* »

Le thème de la faible volatilité (« *low vol* » ou « *low risk* ») revient régulièrement et fait l'objet de débats fournis. Pour certains, réduire la volatilité des obligations serait de peu d'intérêt car diminuer la durée et/ou augmenter la qualité des titres sélectionnés aboutit à réduire le rendement... « *Nous sommes convaincus que les titres moins risqués surperforment (en rendement et en volatilité) sur un cycle complet : notre stratégie lancée en 2012 intègre, outre les faibles risques liés à des maturités courtes et à des notations de qualité, des indicateurs de mesure de levier et de qualité comme la profitabilité* », explique Patrick Houweling, directeur exécutif quantitative credits chez Robeco, qui relève une vraie demande institutionnelle pour le « *low risk* ». « *C'est un*

« *Nous démontrons que ça marche en utilisant uniquement des données de marché accessibles.* »

— PATRICK HOUWELING,
directeur quantitative credits chez Robeco

style défensif, proche du style 'qualité', au contraire du style 'value', plus risqué », confirme Etienne Vincent chez BNP Paribas AM, lequel propose un facteur « *qualité* » s'appuyant sur des données liées à la capacité de l'entreprise à générer des *cash flows*.

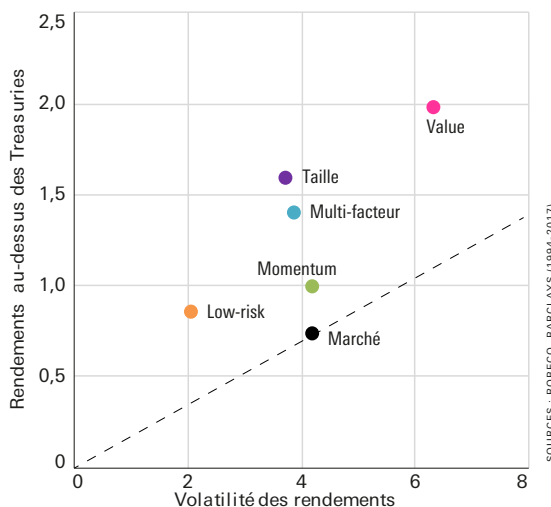
Le facteur « *value/carry* » paraît le plus évident à appliquer au crédit, en recherchant le portage ajusté du risque le plus attractif possible. « *Nous démontrons dans nos études académiques que ça marche en utilisant uniquement des données de marché accessibles comme la notation, la maturité et l'évolution du 'spread' de crédit, même si nous pouvons intégrer des mesures additionnelles pour identifier les risques présents et futurs* », poursuit Patrick Houweling. Ossiam a lancé avec Solactive et Moody's un ETF (*Exchange trade fund*) d'obligations « *investment grade* » (IG) fondé sur la combinaison d'indicateurs liés aux risques de défauts et à la valorisation relative. Egalement lancée en 2018, la stratégie de BNP Paribas AM intègre en plus le *price-to-book*, « *car une action nettement sous-valorisée peut être le signe d'une augmentation du risque de défaut* », remarque Olivier Laplénie.

Le facteur « *momentum* », lié aux comportements d'achat, serait plus efficace sur le segment « *high yield* » (HY) que IG, selon Robeco. « *Là aussi, l'analyse sur des actions qui réagissent plus vite aux nouvelles permet d'alerter sur le crédit et de capter des mouvements sans attendre les comptes trimestriels* », poursuit Etienne Vincent.

D'autres biais peuvent caractériser cette stratégie complexe et dynamique : « *Sur un marché obligataire, le*

TOUS LES FACTEURS NE SONT PAS ÉGAUX

Couple rendement/risque pour l'univers investment grade US (en %)



→ Chaque gérant a sa définition des facteurs

'turnover' induit la rend moins efficiente : on se heurte souvent à des problèmes de liquidité », répète Antoine Lesné, évoquant ces mandats dont seule la moitié des titres identifiés sont investissables une fois retraités des coûts de

transaction. Ces mêmes problèmes de *trading* tendraient à exclure les stratégies liées à la petite taille des émetteurs. « C'est pourquoi il n'est pas inintéressant d'introduire une dose de facteur 'size', par exemple via des titres plus récents, sans 'turnover', et dans une approche multi-facteurs », note Patrick Houweling, qui insiste aussi sur le filtre préalable au regard de la liquidité, « pas plus mauvaise sur les obligations en euro que sur les obligations en dollar bien que le marché soit plus restreint ».

PAS DE FACTEUR PUR

Les coûts de *trading* limiteraient le développement d'un investissement purement factoriel sur l'obligataire, et encore plus via les ETF, dont les *market-makers* peinent à couvrir les échanges secondaires avec des *spreads* acceptables. « Etrangement, une bonne approche pourrait être d'extraire un 'facteur pur' via un ETF assez large quand un segment de marché ciblé correspond momentanément à ce facteur, par exemple 'value' pour le 'HY américain' en décembre », ajoute Antoine Lesné. Si les statistiques semblent montrer une surperformance des sélections par facteur en rendements/risques sur le long terme, les

gestionnaires quantitatifs ne l'expliquent pas toujours, comme AQR dans son étude de 2013, et privilégient, hormis pour des stratégies à dominante « *low risk* » comme Robeco, des fonds ou des mandats multi-facteurs équipondérés sous l'appellation générique « *smart beta* ». La décorrélation (relative) entre facteurs limite le risque de concentration, par exemple sectorielle sur un simple facteur « *value* », même si d'autres critères de diversification peuvent être introduits, et stabilise la surperformance. « Avec le temps, certains institutionnels chercheront peut-être des portefeuilles mono-facteur sur lequel ils sont sous-exposés, comme dans les actions », avance Patrick Houweling. « Il sera bientôt possible d'évaluer de manière robuste l'attribution de performance par facteur », complète Olivier Laplénie. Les approches purement statistiques ont encore du mal à s'y retrouver. « C'est le sens de notre propre approche quantitative inspirée de la gestion fondamentale, qui apporte aussi de la décorrélation, souligne Etienne Vincent. Une analyse 'bottom-up', comme les gérants actifs, mais sur tout l'univers (2.600 titres en crédit euro), sans biais pratiques – de sélection macro – ou émotionnels, quand le gérant connaît trop bien une société ou un pays. »

Malgré tout, seule une dizaine de spécialistes cumuleraient une cinquantaine de milliards de dollars d'encours sur ce type de stratégies (10,7 milliards en ETF). Ces nouveaux concepts restent difficiles à vendre aux investisseurs. ■

LA PAROLE À...

RICCARDO REBONATO, professeur de finance à l'Edhec-Risk Institute

« Pas assez de données ni d'études académiques »

Comment analyser les stratégies « smart beta » sur les marchés obligataires ?

Les obligations *corporate* posent trois problèmes par rapport aux actions : l'accès aux données, tout d'abord, car ce ne sont pas des marchés transparents ; la confiance, ensuite, dans les données de valorisation, avec très peu de transactions et des modèles de *pricing* qui tendent à extrapoler à un panier de titres l'évolution de valeur sur quelques transactions seulement ; la liquidité, enfin, qui rend difficile de comparer les transactions et les obligations. Dans ce contexte, même les gestionnaires qui estiment que des stratégies *momentum* ou *value* fonctionnent sur les obligations

corporate n'arrivent pas à l'expliquer (cf. AQR en 2013).



Peut-on aborder tous les segments de la même manière ?

Non, il faut bien distinguer obligations d'entreprises et obligations d'Etat, avec ou

sans risque de défaut. Sur les obligations d'entreprises, il est très difficile de modéliser un facteur, par exemple « *value* » au regard d'un ratio *book/value*, car les titres présentent de nombreuses autres composantes pouvant les différencier : date d'échéance/maturité, notation, rang de priorité, sûreté, volatilité, etc. De plus, un seul émetteur peut avoir plusieurs dizaines de souches, dont le tri semble trop aléatoire. On peut

juste avoir une certaine prédictibilité liée aux comportements de marché au regard de certaines caractéristiques : les stratégies de portage (« *carry* ») sont rentables du fait d'une prime liée à la durée et permettent de diminuer les risques en cas de hausses des taux. Sur un facteur « *low-vol* », les rendements alors faibles peuvent pousser à mettre du levier... Sur les obligations d'Etat, comment déterminer un facteur « *value* » ? La probabilité de défaut est faible pour les pays développés, à moins d'entrer dans des considérations géopolitiques non quantitatives. Globalement, les « vieilles » explications sur les actions ne fonctionnent pas, et il y a encore trop peu d'études académiques concernant l'efficacité des facteurs sur les obligations.



Pour aller plus loin, la vidéo du Pr. Rebonato dans la version digitale de L'AGEFI HEBDO