

Quelle place pour le « Risk Premia » dans l'allocation d'actifs des portefeuilles ?

Une analyse sur le positionnement des primes de risque dans la gestion institutionnelle française.

Avril 2017



Sommaire

Synthèse	3
Introduction	4
I. Un intérêt de plus en plus prononcé pour les stratégies « Risk Premia »	5
Définition.....	5
Présentation de l'écosystème	5
Etat des lieux	6
De la connaissance des concepts au passage à l'acte	8
II. Des premiers retours d'expérience positifs.....	10
Le Risk Premia comme source d'alpha	10
Le suivi du risque	10
III. Des perspectives encourageantes.....	12
Une appréciation progressive du Risk Premia par les investisseurs.....	12
Un simple effet de mode ou une réelle opportunité ?	12
Annexe 1 : Périmètre et panel de l'enquête	14
Annexe 2 : Principaux types de prime.....	15
Annexe 3 : Evolution des primes de risque	16

Synthèse

Avec des encours globaux sous gestion devant atteindre 1 200 milliards de dollars en 2019 (contre 265 milliards de dollars en 2014)^A, la gestion « Risk Premia » est promise à un important développement. Depuis peu en France, l'industrie de la gestion d'actifs met en avant des stratégies de primes de risque et les investisseurs se voient proposer des solutions qui leur permettent de dégager une surperformance ou une diversification en prenant des risques systématiques sur des classes d'actifs.

La gestion des primes de risque est utilisée depuis longtemps par les banques d'investissement et les hedge funds. Par la suite, les gérants traditionnels se sont appropriés le concept en proposant des produits pour lesquels ils sont responsables de l'allocation entre différentes primes de risque, sur différentes classes d'actifs. Certains gérants quantitatifs assurent eux-mêmes la mise en place d'une gestion « Risk Premia » (par des algorithmes sophistiqués et une gestion systématique), mais la plupart des gérants conservent au travers de leurs fonds un rôle d'assemblage de primes de risque.

Côté investisseurs, si certains ne connaissent pas encore vraiment la gestion « Risk Premia », près de 4/5e de ceux interrogés y sont aujourd'hui familiers. Plus de la moitié du panel nous a indiqué y avoir déjà investi ou être prête à le faire, même si les montants sont à ce jour relativement faibles.

Les atouts de l'approche Risk Premia sont classés par ordre de priorité : la minimisation du risque, la génération d'un rendement absolu et la diversification. Sans surprise, les investisseurs adoptent majoritairement une approche multi-premia et multi-asset dans un véhicule de type fonds de gestion active (au détriment des ETF et des produits structurés). Cette gestion vient plutôt en complément (et non en remplacement) de la gestion Actions et de la gestion Alternative.

Le Risk Premia séduit les investisseurs dont ¾ en ont une opinion positive, voire très positive. Leurs choix sont guidés par des notions de performance et de tarification, plutôt que celles de liquidité ou de transparence. Pour autant, des freins sont encore à lever tels que la stabilité du rendement des primes dans le temps ou la pérennité du concept dès lors qu'il va se généraliser.

Pour la plupart, ces facteurs de risque répondent bien aux besoins des investisseurs en termes de couple rendement / risque tout en affichant de faibles corrélations vis-à-vis d'autres types d'investissements. Avec des premiers résultats particulièrement attrayants et une liquidité quotidienne à moindre coût, les stratégies Risk Premia ont de fortes perspectives de développement pour les institutionnels. Il ne s'agit donc pas pour eux d'un simple effet de mode mais résolument d'une opportunité réelle, dans la durée.

^A Etude Citibank – Mai 2016 (Aum mondiaux Risk Premia incluant les stratégies « Smart Beta »).

Introduction

Lorsqu'un fonds de pension scandinave effectue l'analyse de son portefeuille en 2009, il constate que 70% de la performance n'est pas de l'alpha pur, pouvant donc être exclusivement expliqué par les compétences du gérant. Dès lors, la question d'identifier la réelle valeur ajoutée du gérant s'est fait plus pressante... de même que de comprendre la partie structurelle de l'alpha.

Grâce à l'apport de la gestion quantitative et de recherches académiques, il a été possible d'identifier les autres sources de rémunération dans le portefeuille. Il s'agit de primes de risque qui apparaissent de manière systématique dans le marché. Elles sont liées notamment à la taille des titres, au niveau de leur valorisation ou encore à leur risque historique et sont regroupées autour du concept de « Risk Premia ».

Si les gérants proposent ces produits Risk Premia depuis 2014, ces stratégies de primes de risque ne sont pas nouvelles car elles ont été utilisées implicitement depuis des décennies. Désormais, elles sont clairement identifiées et marketées sous diverses formes par des acteurs de plus en plus nombreux (gérants d'actifs, banques d'investissement, courtiers), y compris en France. L'intérêt grandissant des investisseurs pour ce type de produits tient au fait qu'ils répondent parfaitement à leurs besoins : générer des rendements absolus, de manière décorrélée des principales classes d'actifs, en proposant des critères de liquidité et de transparence supérieurs à ceux des hedge funds traditionnels, tout en affichant des frais beaucoup moins élevés.

C'est dans ce contexte que nous avons souhaité interroger des investisseurs français au sujet de la gestion « Risk Premia », une thématique pouvant apparaître comme une troisième voie, entre gestion active et gestion passive. En premier lieu, cette étude a pour objectif d'aborder les trois points suivants :

- Définir le Risk Premia et présenter un état des lieux sur l'investissement dans ces stratégies :
 - Ces stratégies sont-elles bien connues et utilisées par les institutionnels ?
 - Quel est le niveau de confiance qu'elles suscitent ?
 - Quels sont les motivations et/ou freins à ce type d'investissement ?

- Evaluer le niveau de satisfaction des investisseurs en détaillant leurs attentes et leurs conditions d'investissement :
 - Comment les investisseurs accèdent-ils à ces stratégies et quelle est la part investie ?
 - Sont-ils globalement satisfaits de leur investissement ?
- Estimer l'avenir des stratégies Risk Premia auprès des institutionnels français :
 - Quelles sont les premières conclusions à en tirer ?
 - Quelle est la tendance pour ces prochains mois concernant ces stratégies ?

L'enquête s'inscrit dans le cadre du programme de **Réflexions Institutionnelles** animé par Aberdeen depuis 2011. Les institutionnels sollicités dans le cadre de cette enquête sont segmentés en quatre grandes catégories d'investisseurs de long terme :

- Assureurs : sociétés commerciales d'assurances et de réassurance
- Caisses de Retraite et assimilés
- Instituts de Retraite et de Prévoyance
- Divers : autres investisseurs de long terme (grandes entreprises gérant des passifs à long terme, comptes propres des établissements bancaires, family offices...)

Au total, ces derniers gèrent plus de 120 Mds € d'actifs pour compte propre à fin 2016 (**cf. Annexe 1**).

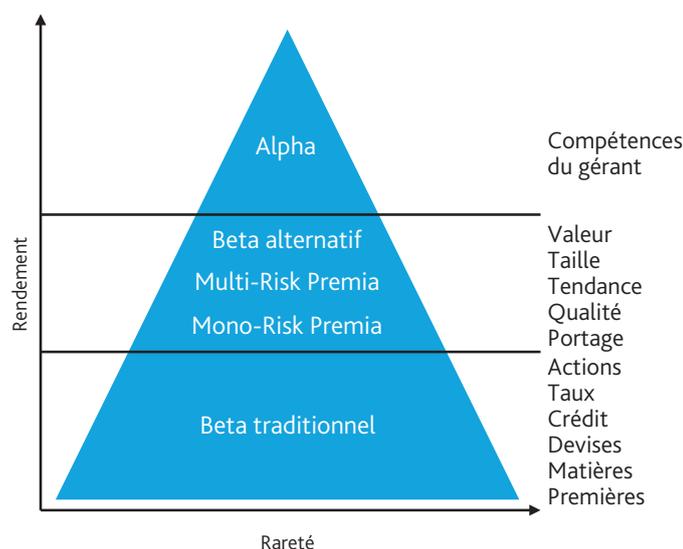
I. Un intérêt de plus en plus prononcé pour les stratégies « Risk Premia »

Définition

La gestion « Risk Premia » se définit comme une **gestion active systématique** permettant de capter des primes de risque présentes sur les marchés financiers et de dégager de l'alpha. Traditionnellement, la performance d'un portefeuille se décomposait entre le taux sans risque, le beta (prime de risque due à l'exposition au marché) et l'alpha (rendement positif ou négatif dû à l'action du gérant, non expliqué par les deux autres composantes).

Des études théoriques sur l'attribution de la performance au sein des portefeuilles, ainsi que celles menées par les gérants à la demande de leurs clients institutionnels, ont progressivement amené à revoir cette définition et à décomposer l'alpha en deux parties :

- un alpha lié exclusivement à l'expertise du gérant, à ses choix de valeurs, y compris hors indice (effet sélection), à ses sur- ou sous-pondérations (effet allocation)
- un alpha systématisé qui est issu d'éléments structurels du marché



Cette partie de l'alpha, indépendante du gérant, correspond à des **primes de risque** (« Risk Premia ») qui peuvent être captées de manière systématique par des algorithmes. Elles offrent un potentiel de rendement additionnel par la sélection de titres sous-évalués (prime Value), de petite et moyenne taille (prime Size), de faible volatilité (prime Low Vol), de surperformance sur le court terme (prime Momentum)... Elles ont également l'avantage d'être décorrélées du marché tout en étant issues de classes d'actifs traditionnelles. (voir Annexe 2)

Présentation de l'écosystème

Nous avons tout d'abord souhaité présenter les différents acteurs intervenant sur le marché Risk Premia que l'on peut classer en 2 principales familles :

- les **promoteurs** qui ont un rôle de structuration des primes de risque. Cette partie consiste à capturer les primes de risque de manière systématique grâce à des algorithmes qui interviennent automatiquement sur les marchés. La modélisation informatique met en œuvre des techniques de gestion utilisée par les banques d'investissement ou les hedge funds (sur/sous-pondération, vente à découvert, arbitrage de spreads, utilisation de produits dérivés...).

Historiquement, les **banques d'investissement** ont été les premières à se positionner sur le sujet, de par leurs compétences (recherche quantitative, définition de modèles) et leurs infrastructures techniques. Depuis le début des années 2000, elles ont développé des capacités à identifier et à répliquer ces primes de risque de manière régulière. Elles ont ainsi pu proposer des solutions de risque sur mesure à leurs clients (produits structurés, certificats, swaps...) ainsi que des **indices par facteur de risque** (et non plus pondérés par les capitaux). Les gérants de fonds alternatifs à la recherche de rendement absolu ont eux aussi utilisé ces techniques dans leur stratégie de gestion.

Si les banques sont toujours majoritaires sur ce marché, quelques gérants s'y sont également positionnés ces dernières années. Il s'agit de **gestionnaires quantitatifs** qui sont capables comme les banques d'identifier et de capturer des primes par facteur de risque sur différentes classes d'actifs (il s'agit d'ailleurs souvent de gérants transfuges de banques).

- les **assembleurs** qui ont un rôle d'assemblage des primes de risque. Cela vise à construire un portefeuille à partir des indices factoriels ; il s'agit d'identifier les fournisseurs les plus fiables (sélection des indices) et de combiner les primes de risque individuelles de manière dynamique, c'est-à-dire assurer la corrélation entre ces primes afin de garantir une diversification efficace. Une gestion dynamique des différents facteurs est préférée car elle permet de réduire les risques ainsi que la durée de la perte maximale et d'améliorer la performance par rapport à une gestion multi-facteurs équilibrée.

Les **gestionnaires allocataires** se concentrent sur cette partie : sélection et allocation des primes (fournies par les providers) ainsi que conception de produits de gestion active comprenant une ou plusieurs primes (Mono ou Multi-Risk Premia). Leur valeur ajoutée se situe dans la combinaison de ces primes, à l'image d'une allocation réalisée par un gérant de fonds de fonds alternatifs. On observe de plus en plus de gérants se positionner sur ce créneau et proposer des fonds de divers format... et de diverse qualité.

A noter que quelques gérants sont présents sur les deux aspects. Ils sont en mesure d'offrir des primes « sur étagère » tout autant que des fonds actifs Risk Premia.

Les indices pondérés par les capitalisations capturent essentiellement la prime de risque du marché mais leur exposition aux autres facteurs de risque n'est pas optimale. Pour les gérants actifs Actions dont le benchmark est un indice équilibré, il est donc nécessaire de trouver la meilleure manière d'accéder aux primes de risque les plus attractives. Pour cela, ils utilisent des indices factoriels produits par les banques qui leur permettent d'accéder à une prime de risque spécifique. De plus en plus de produits (Risk Premia, Smart Beta) sont aujourd'hui bâtis sur des indices actions momentum, value, taille, faible volatilité.

Pour autant, l'investissement dans ces primes de risque n'est lui-même pas dénué de danger car chacune des primes prise séparément est susceptible de subir des pertes importantes par rapport à l'indice pondéré. Sur le long terme, on observe globalement une surperformance relative cumulée de chaque prime mais on constate surtout de grandes divergences entre les primes (voir Annexe 3). Ainsi, la prime Value a été la plus intéressante en 2016 sur le marché Large Cap US alors qu'elle était la moins intéressante en 2015.

Cette faible corrélation entre les primes plaide pour une approche multifactorielle. C'est pourquoi les gérants ont développé un véritable savoir-faire autour de la construction des portefeuilles « Multi-Risk Premia ».

Du côté de la gestion passive de 3^e génération, on retrouve parmi les « smart beta / advanced beta » proposés par certains fournisseurs :

- des ETF semi-actifs (gestion multifactorielle équilibrée)
- des ETF actifs / Alpha (dont la proportion des composants n'est pas basée sur la capitalisation boursière et dont la composition ne suit pas des règles fixes)

Remarque : Dans la construction du portefeuille, si l'approche intégrée est la plus courante (sélection de titres qui sont simultanément les plus exposés à tous les facteurs de risque), l'approche mixée paraît pourtant la plus adaptée à une gestion active (sélection des titres correspondants à chacun des facteurs, indépendamment des autres puis allocation de chaque facteur au sein du portefeuille).

Par exemple, un titre avec une faible exposition à un facteur spécifique mais une forte exposition aux autres pourra être ignoré en mode intégré.

Pour les investisseurs institutionnels, l'accès aux primes de risque s'effectue donc directement via un indice factoriel ou via un fonds. Dans le premier cas, ils disposent de « briques de gestion » à assembler dans leur portefeuille ; ils peuvent alors être conseillés par une banque ou un gérant durant ces étapes de sélection et de composition. Dans le deuxième cas, le produit est déjà packagé par un gérant qui a assemblé les primes et les gère de manière dynamique. L'expertise qui leur est aujourd'hui proposée conduit à une meilleure connaissance des primes de risque et à l'émergence de nouvelles solutions d'investissement, plus robustes et plus adaptées à leurs besoins. Pour eux, la réduction des risques de pertes absolues et relatives étant l'un de leurs principaux critères de sélection, il est possible de définir une approche sur mesure (sélection des primes ou des fonds les plus intéressants en fonction de leur portefeuille).

Etat des lieux

Perception

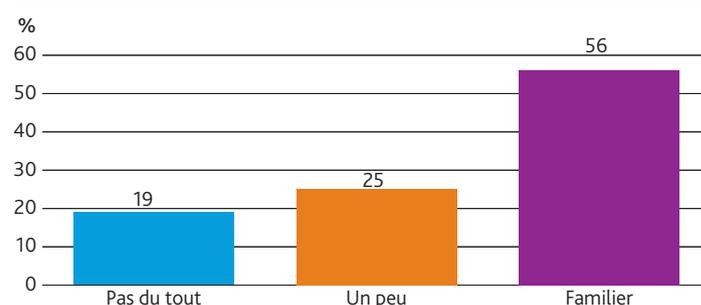
Parmi les investisseurs interrogés, la plupart connaissent les stratégies Risk Premia : plus de 80% sont soit habitués au concept, soit le maîtrisent dans les grandes lignes (le fonctionnement, les principaux styles, les acteurs du marché...). Pour ceux-là, la gestion Risk Premia est bien considérée comme une gestion active, à la main du gérant malgré l'approche quantitative. Leur travail de sélection et d'allocation des primes au sein de leur portefeuille est clairement compris mais diversement apprécié.

La gestion Risk Premia n'est en tous cas pas cataloguée comme de la gestion passive (fournisseurs d'indices proposant une exposition aux primes de risque via des « smart beta / alternative beta »). Tel qu'évoqué, les expositions aux facteurs de risque peuvent évoluer de manière significative dans le temps au sein de tels indices. C'est pourquoi ils sont perçus comme des produits autonomes, facilement lisibles et commercialisables, mais pas adaptés pour capturer des

primes de risque au sein d'un portefeuille de la manière la plus efficace possible. L'apport d'une gestion dynamique des primes par le gérant est un élément essentiel pour les investisseurs.

Elle n'est pas non plus associée à de la gestion alternative (hedge funds mono/multi-stratégies qui ne présentent pas les garanties requises par les investisseurs en termes de transparence, de liquidité ou de frais de gestion).

Connaissance des stratégies « Risk Premia » par l'investisseur



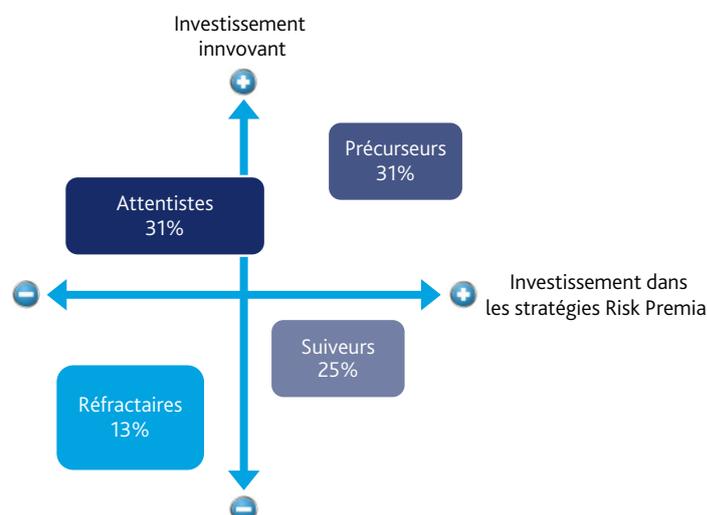
Pour ceux qui ne sont pas intéressés, cela s'explique par plusieurs raisons :

- Ces primes sont déjà implicitement prises en compte dans la sélection du gérant et la gestion Risk Premia n'apporte donc pas de valeur ajoutée complémentaire
- Le surcroît de performance attendu n'est pas toujours probant ni durable
- L'opacité de certains produits qui intègrent des modèles complexes et présentent peu de transparence (côté « boîte noire » associé aux produits structurés)

« On n'investit pas si on ne comprend pas, c'est-à-dire si on ne sait pas démontrer aux administrateurs la pertinence de ces primes de risque dans notre stratégie d'investissement. » IRP

Classification des Investisseurs

Au sein des Directions des Investissements, les primes de risque sont toutefois regardées avec intérêt : près de la moitié du panel affirme y avoir déjà investi, dont 31% avant 2016, et près d'un tiers avoue s'y intéresser.



La plupart des investisseurs commencent en effet à regarder ces stratégies de plus près. Si leur approche conservatrice les pousse à prendre du recul par rapport à ces produits innovants, d'attendre les premiers retours d'expérience quitte à laisser échapper une éventuelle prime à la nouveauté, ils sont dorénavant de plus en plus nombreux à envisager d'y investir dans les prochains mois. A ce jour, les **Attentistes** en sont à des études, des présentations produites et des tests plus ou moins avancés ; ils attendent un certain niveau de développement du marché, sans timing précis.

Pour les **Suiveurs** qui y ont investi ces derniers mois ou sont prêts à le faire dans les prochains mois, il s'agit de vérifier concrètement le concept de ces stratégies, sur des montants encore modestes. Au vu de la configuration actuelle des marchés Actions, ils ont compris l'avantage de ces primes sur une gestion traditionnelle (un rendement absolu à moindre coût qui apporte de la diversification) et comptent analyser leur comportement à moyen terme (2-3 ans).

Pour ceux qui y ont cru très tôt, il s'agissait d'établir une position défensive, initialement d'ordre tactique, par rapport à des marchés hauts et une vision peu claire de l'avenir. Ces **Précurseurs** ont depuis évolué vers une complémentarité des primes de risque dans la logique de construction du portefeuille et ce, sur un horizon long terme (5 ans et plus).

Enfin, une minorité d'investisseurs ne compte pas y investir : certains **Réfractaires** estiment que les stratégies Risk Premia sont aujourd'hui surachetées, que leur valorisation a beaucoup monté et qu'elles deviennent risquées. Pour d'autres, c'est soit la philosophie de gestion de l'établissement (fondamentale ; très long terme ; peu active) soit des contraintes réglementaires (IFRS 9, Solvency II, Code des Caisses de Retraite) qui les en empêchent.

« Nous étudions actuellement quelques fonds proposés par des sociétés de gestion spécialisées ainsi que les solutions de banques d'investissement. Les différentes phases de marché en 2016 ont été instructives pour juger des stratégies Risk Premia. Nous sommes prêts à y aller en 2017, sur un horizon moyen terme si le potentiel de rendement se confirme. » **Assureur**

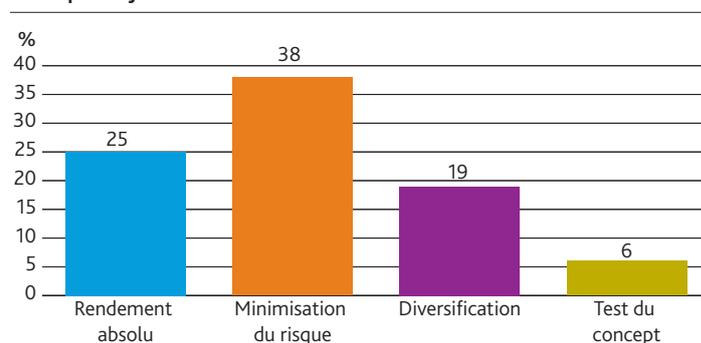
« Le Risk Premia a un côté séduisant et il est indéniablement moins coûteux que des stratégies classiques mais nous n'en faisons pas une priorité d'investissement pour l'instant. » **Divers**

Caractéristiques de l'Investissement

Nous nous sommes tout d'abord interrogés sur la finalité des stratégies Risk Premia pour les investisseurs. On s'aperçoit que l'objectif principal est de limiter le risque, puis de dégager un rendement absolu ; vient ensuite la problématique de diversification.

Dans tous les cas, l'investisseur a pour but de mettre en œuvre des stratégies peu risquées, défensives et assez peu corrélées au marché. Conformément aux approches initiales de Low Vol sur les portefeuilles Actions, l'offre s'est enrichie en termes de primes et de sous-jacents tout en permettant de maintenir une liquidité élevée et de contrôler la tracking error. Elle s'est ainsi adaptée aux besoins des institutionnels.

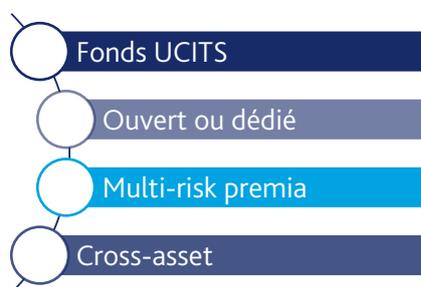
Principal objectif de l'investissement



Les principaux enseignements de l'enquête en termes de support pour le Risk Premia :

- 1) les investisseurs privilégient clairement les OPVCM pour leur liquidité (VL quotidienne voire hebdomadaire) et leur transparence ; si on y trouve quelques SIF, les FCP restent majoritaires (les FIA restent une option possible). La plupart des investisseurs écartent d'emblée les ETF ; seul l'un d'entre eux a choisi la gestion passive (processus défensif ; rendement absolu protecteur ; sortie possible en cours de journée).
 - pas d'indice factoriel en direct ni de produits structurés (format moins adapté car jugé plus difficile à appréhender ou moins transparent)

Support d'investissement privilégié



- 2) Les fonds sont la plupart du temps ouverts ; l'offre est de plus en plus large mais de qualité hétérogène ; les montants investis ne permettent pas d'envisager un fonds dédié, à l'exception d'un investisseur qui a sa propre structure Risk Premia ISR.
- 3) L'approche multi-primes de risque est favorisée ; y compris par ceux qui avaient débuté en « Single Premia » et qui ont ensuite évolué vers une gestion multiple. Par ces paniers de primes de risque, il s'agit de diversifier le portefeuille et d'éviter les biais d'une mono-stratégie.
- 4) Les stratégies utilisées s'appliquent principalement sur plusieurs classes d'actifs sous-jacents. A l'origine développées sur les actions (certains y restent cantonnés), les primes de risque se sont développées sur les obligations d'Etat, les taux courts, les matières premières, les devises.

Dans les fonds proposés, on retrouve en général des approches combinées ; certains investisseurs réalisent une allocation pour conserver une dominante Taux.

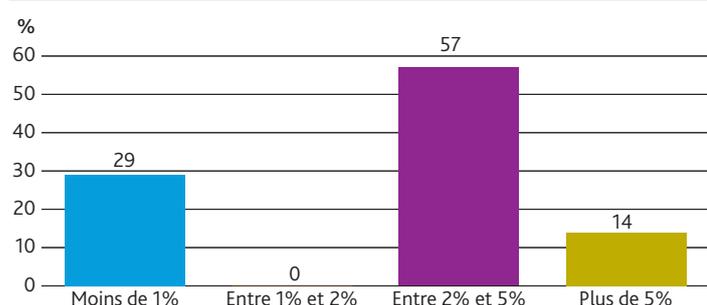
« Notre volonté a été de diversifier les primes (jusqu'à 6 à 7 différentes) donc de diversifier les fournisseurs ; avec un spectre de performance très large selon les primes (de 5 à 12%) et une volatilité globalement faible (environ 5%), cela donne un joli Sharpe. » **Caisse de Retraite**

« L'approche multi-primes est moins stressante car moins dépendante du market timing ; c'est un produit plus « blend » qui légitime la combinaison des facteurs. » **Caisse de Retraite**

Remarque : La déclinaison ISR des produits Risk Premia s'apparente bien à la gestion institutionnelle car elle permet une réduction du risque à long terme mais pas forcément un objectif de rendement.

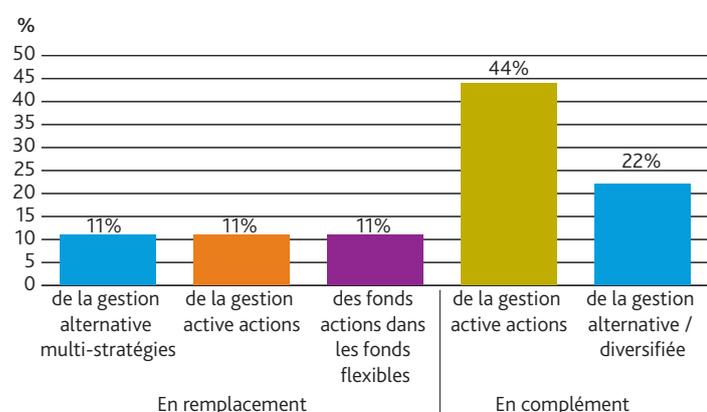
Si l'on regarde de plus près les montants investis, on constate fort logiquement qu'ils représentent une très faible part du portefeuille (moins de 0,5% du portefeuille pour les plus récemment investis notamment) et une part déjà plus conséquente pour ceux qui possèdent une bonne expérience de ces stratégies (au moins 2% voire jusqu'à 5% du portefeuille). Ces derniers qui ont déjà pu éprouver les concepts via des produits « Min Vol » ou Smart Beta font maintenant largement confiance au Risk Premia.

Montant investi dans les stratégies « Risk Premia » (en % du PTF)



Nous avons également essayé de comprendre comment cette nouvelle approche s'insérerait dans l'allocation d'actifs des portefeuilles.

Positionnement des stratégies « Risk Premia »



- Pour une large majorité d'investisseurs, elle vient compléter la gestion existante (principalement Actions). C'est alors un complément de rendement, une composante quantitative qui vient s'ajouter à la partie fondamentale.
- Des cas plus isolés indiquent qu'ils utilisent les stratégies Risk Premia pour remplacer un autre type de gestion, que ce soit la gestion alternative multi-stratégies (plus coûteuse, avec des performances moins lisses sur du Long/Short et globalement décevantes ces 2-3 dernières années) ou des fonds actions (de manière tactique en préférant un rendement absolu protecteur dans une phase de marché particulière).

De la connaissance des concepts au passage à l'acte

Facteurs clés

Il est intéressant de connaître quels sont les moteurs qui ont conduit les acteurs à investir dans les stratégies Risk Premia. Indépendamment du risque, nous avons recensé 4 thématiques qui ont joué (ou pourraient jouer) un rôle dans l'acte d'investissement.

Nous constatons que l'aspect « Rendement » est largement plébiscité, de même que la tarification. La notion de liquidité est de moindre importance tandis que les investisseurs sont finalement moins regardants sur la transparence des produits.

L'aspect primordial du rendement aux yeux des investisseurs est très compréhensible : à partir du moment où le rendement des primes n'est pas systématiquement indexé sur le risque des actifs sous-jacents, cela permet d'assurer des rendements avec peu (ou pas) de corrélation aux actifs traditionnels et une diversification de portefeuille efficace.

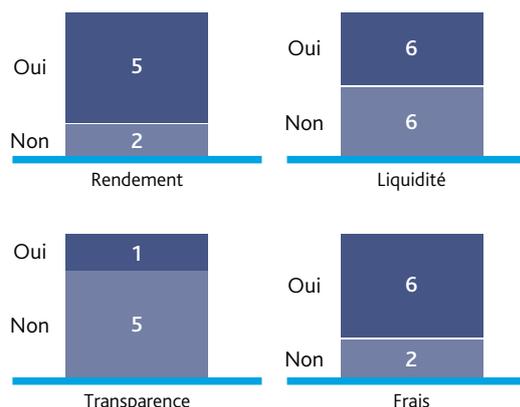
De même concernant les frais, l'accès à une gestion performante et diversifiante n'a d'intérêt que si elle s'effectue dans des conditions avantageuses, notamment vis-à-vis des fonds alternatifs.

Le fait que les aspects de transparence liés à la gestion soient moins critiques est contrebalancé par le choix des investisseurs pour des véhicules ouverts, très standardisés et dont ils peuvent rapidement se défaire.

« La notion de liquidité nous paraît peu pertinente dès lors que les entrées / sorties sont peu fréquentes. » **IRP**

« Le facteur-clé d'un tel investissement reste le rendement absolu. Avec un objectif inférieur à 3 mois, l'aspect de liquidité est important sans être central ; il ne doit en tous cas pas être dégradé par rapport aux hedge funds. » **Divers**

Moteurs de l'investissement risk premia



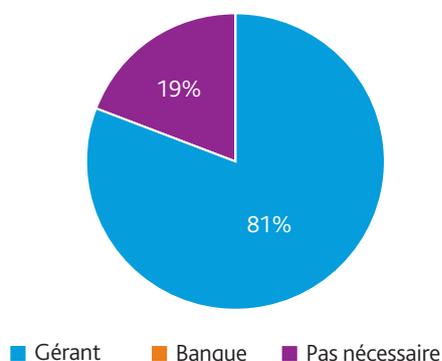
Remarque : le niveau de frais de gestion communément admis par les investisseurs pour ce type de gestion systématique, entre pure gestion active et gestion passive se situe autour des 50 bp (frais de gestion globaux intégrant les frais d'allocation et les frais des sous-jacents liés à la construction des indices). Cela peut monter dans certains cas à 80 bp sur des parts institutionnelles selon le type de produit mais cela reste encore 2 fois moins cher que de la gestion alternative multi-stratégies.

Avec une gestion fondamentale encore relativement bon marché en France, les stratégies Risk Premia trouvent aisément leur place même si elles peuvent conduire à une plus forte rotation des portefeuilles qu'au sein d'un indice. La tarification fixe (hors frais de surperformance) peut in fine être très variable selon le profil de l'investisseur et surtout la gestion de son bilan.

Accompagnement

De même, nous avons cherché à savoir dans quel environnement et avec quel type de partenaire s'effectuent ces investissements Risk Premia. Nous constatons que la plupart des acteurs sont (ou souhaiteraient être) conseillés par des gérants dans la sélection, l'allocation et le suivi de leurs primes de risque, alors que le cadre reste fixé par l'investisseur lui-même. Ce dernier vérifie l'adéquation Actif/Passif et contrôle l'enveloppe de risque tandis que le gérant se concentre sur la capture des primes.

Accompagnement à l'investissement



Cette répartition des rôles s'est généralisée. Globalement, les investisseurs s'estiment être correctement informés et assistés. Ils considèrent cet accompagnement comme nécessaire.

Ce qui compte avant tout pour les investisseurs, c'est la capacité du gérant à piloter sa stratégie, c'est-à-dire à sélectionner et à combiner les primes de manière efficace et durable. Pour ce faire, ils attendent de lui des moyens humains et techniques conséquents (veille, infrastructures de recherche, équipes de gestion quantitative...).

En complément, ils demandent au gérant des explications claires et précises sur le fonctionnement de ses produits ainsi qu'un reporting mensuel complet comprenant les principaux éléments de contrôle : attribution de performance, tracking error...

Une faible minorité (moins de 20%) se considère bien équipée, donc autonome sur la sélection des fonds ou sur sa capacité à sélectionner les primes en interne.

A noter que les banques de marché ne remportent aucun suffrage auprès des institutionnels interrogés.

« Nous avons sélectionné un gérant de tête qui pilote les autres gérants ainsi qu'une partie SmartBeta sur laquelle nous avons évolué ensemble du mono au multifactoriel (Minimum Variance + High Dividend). » **Assureur**

« L'arbitrage de facteurs de risque est suffisamment complexe pour être géré en externe. Nous avons donc délégué le suivi à un gérant qui est responsable de la composition. » **Caisse de Retraite**

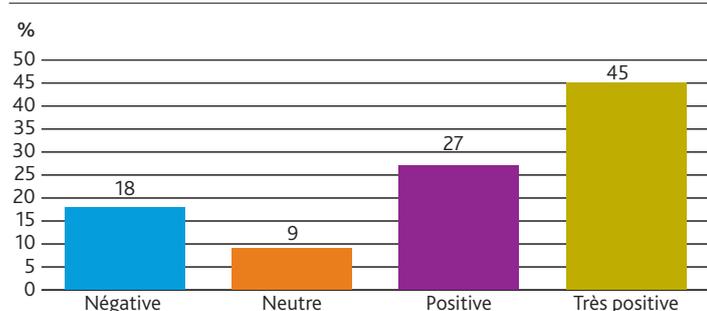
« Si nous devons investir, nous confierions le pilotage complet au gérant du fonds. » **Caisse de Retraite**

II. Des premiers retours d'expérience positifs

Le Risk Premia comme source d'alpha

Avec un niveau de satisfaction moyen d'environ 7/10, les investisseurs institutionnels qui ont déjà pu investir dans le Risk Premia sont globalement positifs, ce qui les encourage à poursuivre et ce qui motive les autres à franchir le pas.

Opinion vis-à-vis des stratégies Risk Premia



Tel qu'évoqué, les notions de rendement et de décorrélation des actifs traditionnels sont motrices. Il n'est plus question pour l'investisseur de piloter un budget de VaR (avec d'éventuels « Stop Loss » lorsque les marchés sont adverses) ni d'être piégé par les flux Achat/Vente d'un ETF. Il souhaite plutôt investir dans une stratégie qui procède à une allocation par style d'investissement et qui vient capturer les primes de risque disponibles au sein de chacun de ces styles.

En premier lieu, une combinaison de primes permet d'améliorer l'effet de la stratégie et d'éviter une performance sinistrée par un mauvais risque. Dans un second temps, les primes de risque individuelles, au niveau de chaque titre, sont structurées pour permettre des corrélations par type de prime et garantir ainsi une diversification efficace.

En conclusion, la stratégie parvient non seulement à atteindre un niveau élevé de diversification (grâce à une exposition à différentes primes de risque individuelles) mais surtout à générer de l'alpha par la capture des primes de risque associées aux styles d'investissement.

Dans le reporting, l'investisseur peut ensuite contrôler sur la durée que la contribution à la performance est équitablement répartie au sein du portefeuille entre tous les types de primes.

« Nous sommes satisfaits des premiers retours sur Q4 2016.

A confirmer dans les prochains mois. Notre appréciation tient compte de 2 critères majeurs : dégager un revenu absolu et rester dans l'enveloppe de risque. » IRP

« Portés par le succès d'une stratégie mono-prime (Low Vol sur Actions depuis 2007), nous avons eu la curiosité d'entrer sur le multi-risk premia fin 2015 (panier de primes de risque sur taux & actions : Value, High Dividend, Low Vol...). Résultat : 13% de rendement en 2016 ! » IRP

« Nous réalisons une performance annuelle de 7%, donc meilleure qu'avec des obligations convertibles, même si l'encours sur ce type de stratégies sera limité à terme (seuil estimé à 700 M€ sur les Premia). » Caisse de Retraite

« Les produits Risk Premia apparaissent comme performants sur la durée. Ils se sont bien comportés (pas d'à-coups) alors que l'année passée a été difficile en termes de performance (retournements assez forts et violents). » Caisse de Retraite

« La stratégie a bel et bien un effet bénéfique malgré le fait que nous n'ayons pas réalisé le meilleur choix en termes de fonds. Le résultat est plutôt pas mal : ce choix n'a pas été préjudiciable compte tenu de sa faible allocation. » IRP

A noter que certains sont plus circonspects voire assez critiques, leurs principaux griefs concernent :

- le manque de constance d'un produit à l'autre (savoir-faire inégal entre les gérants)
- des résultats insuffisants (un risque réduit mais pour une performance nulle)
- l'aspect de complexité et l'absence d'outil d'analyse des primes en interne
- le côté contre-intuitif (l'hypothèse étant que la stratégie fait la performance et non pas le gérant)

« Il est encore trop tôt pour avoir une opinion sur le sujet ; nous attendons les résultats de nos tests pour voir si un investissement plus significatif à plus long terme est envisageable. » Divers

Le suivi du risque

Les stratégies Risk Premia sont particulièrement adaptées aux investisseurs institutionnels car elles permettent un accès au marché en réduisant le risque. Les comportements de crainte initialement affichés (peur en cas de retournement des marchés ; effet de bulle) s'estompent peu à peu.

Tout d'abord, l'important est de bien comprendre le modèle proposé, les biais par rapport à un indice de référence et que le produit soit bien corrélé à son ou ses facteur(s) de risque, avec une performance en conséquence. Il n'est pas nécessaire que ce modèle soit trop sophistiqué sans quoi il n'y a pas de comparabilité possible.

Même si certains déplorent encore un manque d'information, de documentation et de pédagogie, la plupart des investisseurs appréhendent désormais ces stratégies avec plus de confiance. La production d'un reporting mensuel, suffisamment clair et bien compris, va dans ce sens.

« De telles stratégies méritent des explications adaptées, comme la réplique synthétique d'un ETF est plus complexe qu'une réplique physique. » IRP

« Nous avons une mesure précise et régulière de la Tracking Error sur notre fonds dédié Multi-risk premia. Nous nous assurons qu'elle est inférieure à celle définie par le comité d'investissement. » IRP

La maîtrise du risque est également inhérente aux solutions proposées (indice factoriel, produit mono ou multi-Risk Premia). Dans un fonds qui combine plusieurs types de primes, il n'y a pas de stratégie purement directionnelle, liée à un style, car les primes sont arbitrées. Au vu de l'historique des primes de risque, il est possible de décliner le spectre du plus au moins risqué et de se fixer un risque de perte minimum.

A ce jour, certains investisseurs reconnaissent tout de même avoir une mauvaise estimation des risques pris.

« Le Risk Premia est certes une source potentielle d'alpha mais nous n'en avons pas une complète maîtrise du risque. Nous acceptons de prendre ces risques car nous disposons de fonds propres importants. » IRP

« Nous considérons que le risque est mal maîtrisé côté opérationnel : pas de suivi quotidien ni de suivi de toutes les positions. » IRP

Remarque : *malgré des marchés financiers agités en 2016 (Brexit, forte volatilité sur le marché chinois ou sur le pétrole), la gestion Risk Premia s'est globalement bien comportée, notamment grâce aux stratégies Low Vol et MinVar. Côté obligataire et devises, c'est la stratégie momentum qui s'est révélée la plus intéressante (remontée des taux longs, divergence des politiques monétaires, spreads de crédit faibles mais volatils, fortes variations de cours). Selon les experts, tant que les incertitudes politiques et macro-économiques demeureront, les opportunités seront nombreuses et les primes de risque devraient maintenir de belles performances.*

III. Des perspectives encourageantes

Une appréciation progressive du Risk Premia par les investisseurs

Nous avons sondé les investisseurs sur la manière dont ils entendent l'avenir de ces stratégies. Deux catégories s'opposent clairement :

- ceux qui, minoritaires (avec moins d'un tiers des répondants), pensent que ce ne sont définitivement pas de bonnes stratégies (ou pas pour le moment) et qui n'ont pas prévu d'y investir.

« Nous voyons les produits Value rattraper les produits Croissance, le bon comportement des Small Caps... L'investissement Risk Premia est donc pour nous une question de timing plus que de rendement ou de risque. Nous attendons un assainissement du marché. Notre position pourra alors évoluer selon l'offre des gérants, le prix de leurs produits et la valorisation des actifs sous-jacents. » **IRP**

« C'est un bon moyen pour les sociétés de gestion de facturer des fees et de contrebalancer ainsi la baisse de la gestion active. » **Divers**

- La grande majorité des répondants (près de 70%) pense tout de même que ces solutions vont continuer à se développer ; ils sont prêts à y investir à court ou moyen terme, à maintenir voire à renforcer leurs investissements.

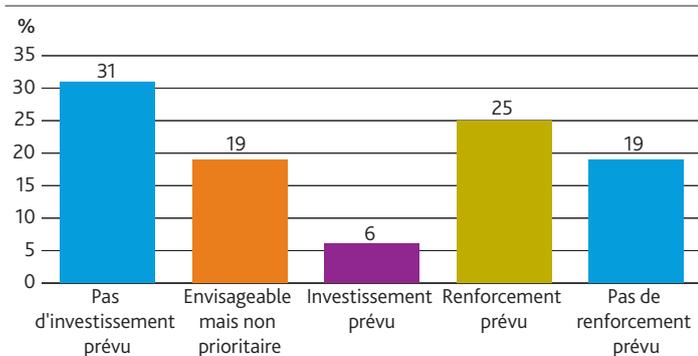
« Nous avons fait le choix d'une gestion qui a pignon sur rue, avec des fonds UCITS liquides et transparents. Nous comptons bien doubler nos investissements en 2017. » **Caisse de Retraite**

« Nous nous considérons en avance sur nos pairs, du moins en France mais pas à l'international. Le Risk Premia reste pour nous un sujet prioritaire. Néanmoins, nous n'avons pas prévu de nous renforcer car nous sommes déjà en allocation cible avec 5% du portefeuille. » **Assureur**

« Après avoir revu à la hausse notre portefeuille Risk Premia fin 2016, nous envisageons de poursuivre ces investissements fin 2017 si la tendance se confirme. » **IRP**

En conséquence, les gérants d'actifs ont étoffé leur offre autour du Risk Premia ces dernières années. Ils disposent maintenant d'un historique de performance suffisant sur leurs produits (trackrecord supérieur à 3 ans) même si certains investisseurs préfèrent se reporter vers des fonds plus récents pour profiter de frais allégés.

Perspectives d'investissement



Remarque : si d'aucuns considèrent que le choix des produits Risk Premia est encore limité (notamment pour les fonds UCITS de droit français), le concept se répand malgré tout de plus en plus chez les gérants et les institutionnels sont de plus en plus sollicités sur ces stratégies.

A la question de savoir si la généralisation de telles stratégies peut avoir un effet de baisse d'attractivité, les investisseurs sont partagés :

- d'un côté, ceux qui pensent que trop d'encours vont compliquer la gestion et compresser les primes de risque (comme sur les fonds à gestion systématique) entraînant baisse de rentabilité et de leur intérêt
- à l'inverse, ceux qui restent persuadés de leur attrait et de leur capacité à délivrer des rendements dans la durée même si tout le monde les chasse (de par la logique d'arbitrage entre les primes de risque)

Un simple effet de mode ou une réelle opportunité ?

Les investisseurs sollicités reconnaissent que les stratégies Risk Premia correspondent à un vrai savoir-faire de gestion : cela nécessite des équipes et du matériel spécifique côté gérant, notamment pour le suivi du risque et l'attribution de performance.

Nous avons poursuivi pour savoir quel était leur avis sur la pérennité de ce type d'investissement. A plus de 75%, les institutionnels reconnaissent dans les primes de risque une réelle opportunité, durable et significative. Ils estiment notamment que, au vu des études académiques réalisées et des track records présentés sur les fonds, les primes de risque sélectionnées sont suffisamment stables dans le temps.

Il reste donc moins d'un quart des répondants à penser qu'il ne s'agit finalement que d'un effet passager et d'une bonne dose de marketing. Certains d'entre eux sont pourtant surpris que cette vision quantitative fonctionne aussi bien et surtout que cela perdure ! Ils demandent donc encore quelque temps pour confirmer leur première impression...



Même si à l'avenir, les investisseurs devaient assister à une compression des primes, notamment due à la montée en puissance de ces stratégies, ils estiment en grande majorité que l'essor de ces techniques de gestion est comparable à celui de la gestion alternative dans les années 90.

« Nous reconnaissons que l'effet systématique est alléchant pour l'investisseur. Mais la performance est trop belle aujourd'hui... » **Divers**

« Les stratégies Risk Premia marchent bien dans un environnement où la liquidité est abondante mais ne nous semblent pas pérennes. C'est une solution de facilité, une lecture passive du marché qui exonère de responsabilité. » **Divers**

« Il s'agit bel et bien d'une tendance pérenne. Au vu de l'intérêt actuel des sociétés de gestion et des encours significatifs, tant sur les fonds que les ETF ou les certificats, cela promet encore de belles années ! » **Assureur**

« La gestion multi-facteurs n'était pas d'actualité il y a encore 1 an ; ce n'est pas seulement le produit du moment mais une véritable innovation avec une approche diversifiante et de nouveaux gérants. Nous comptons profiter de cette opportunité. » **IRP**

Assurément, la gestion Risk Premia n'est donc pas un effet de mode mais semble promise à un développement certain. Dans un marché en pleine croissance (depuis les premiers fonds « Low Vol » Actions jusqu'aux Multi-Premia cross asset), les investisseurs sont dans l'ensemble prêts à profiter pour longtemps de cette nouvelle opportunité d'investissement... si cela n'est pas déjà fait.

Annexe 1 : Périmètre et panel de l'enquête

Cette enquête aborde l'ensemble des stratégies Risk Premia telles que définies dans le chapitre 1 et présentées en annexe 2 (mono / multi-factorielles, mono / multi-classes d'actifs).

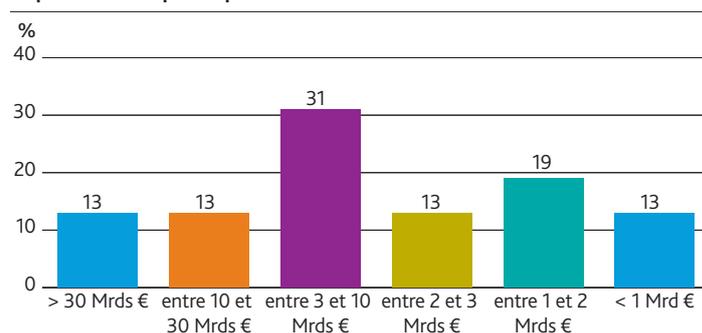
Elle englobe tous les supports en lien avec les primes de risque qui visent à capter de manière systématisée la partie structurelle de l'alpha du portefeuille : fonds, indices, produits structurés, certificats, swaps...

Les analyses présentées dans ce rapport reposent sur des entretiens téléphoniques ou de visu, conduits en janvier 2017 auprès d'un panel d'une quinzaine d'acteurs sur le marché institutionnel français. Chacun a été interrogé sur la base d'un questionnaire élaboré par CAPTEO et Aberdeen AM.

Assureurs (2)	Caisses de Retraite & Assimilés (3)	IRP (7)	Divers (4)
COFACE	CARAC	Agrica	Amplegest
CA Assurances	CARMF	CAVAMAC	CDC Compte Propre
	CDC Retraites	Groupe Berri	La Banque Postale
		Groupe Malakoff Médéric	Mobilis AFM
		Groupe Pasteur Mutualité	
		La Mutuelle Générale	
		MGEN	

Les montants des encours relevés à fin décembre 2016 correspondent aux actifs à long terme détenus pour compte propre, directement gérés ou délégués.

Répartition du panel par taille d'encours



Annexe 2 : principaux types de prime

Value : consiste à être surexposé sur des titres sous-évalués ; ces titres offrent généralement des rendements supérieurs à ceux surévalués par le marché.

Size : consiste à être surexposé sur des titres de petite et moyenne taille, donc théoriquement moins liquides, moins faciles à négocier et moins efficaces en termes d'information ; ces titres offrent généralement des rendements supérieurs à ceux de grande taille.

Momentum : consiste à être surexposé sur des titres qui ont surperformé sur le court terme dans un marché haussier ; la tendance du moment explicable par le comportement des investisseurs tend à se prolonger dans un futur proche, ce qui conduit à privilégier les actifs dont les cours sont en train de s'apprécier au détriment de ceux affichant des prix orientés à la baisse.

Quality : consiste à être surexposé sur des titres de qualité les moins volatils (et à faible beta) ; ces titres affichent généralement de meilleurs couples rendement/risque du fait de l'aversion des investisseurs à l'effet de levier.

Low Volatility : consiste à être surexposé sur des titres qui ont une plus faible volatilité que leurs pairs.

Min Var : consiste à sélectionner des titres ayant une faible corrélation entre eux.

High Dividend : consiste à être surexposé sur des titres qui ont un dividende plus important que leurs pairs

Carry : consiste à sélectionner des actifs (titres ou devises) à fort rendement ; ces actifs affichent une meilleure performance que ceux à faible rendement.

Typologie de primes de risque par classe d'actifs

Risk Premia	Actions	Obligations	Taux	Devises	Matières premières
Value	Acheter les titres les moins chers et vendre les plus chers sur la base du ratio cours / valeur comptable	Acheter les titres dont les taux réels dépassent la moyenne historique et vendre ceux qui sont inférieurs	N/A	Acheter les devises sous-évaluées et vendre les devises surévaluées (en termes de parités de pouvoir d'achat)	Retour à la moyenne pour les matières premières sous / surévaluées
Size	Favoriser les petites capitalisations par rapport aux grandes	Arbitrer les émissions les plus récentes par rapport aux plus anciennes	N/A	N/A	N/A
Momentum	Privilégier des marchés directionnels favorables avec une tendance positive	Privilégier des marchés directionnels favorables avec une tendance positive	Privilégier des marchés directionnels favorables avec une tendance positive	Privilégier des marchés directionnels favorables avec une tendance positive	Privilégier des marchés directionnels favorables avec une tendance positive
Quality	Acheter des actions à faible beta et vendre celles à fort beta	Favoriser les titres à faible volatilité	N/A	N/A	N/A
Carry	Acheter les marchés à haut dividende et vendre ceux à faible dividende	Acheter la partie longue de la courbe la plus pentue et vendre la partie longue de la courbe la plus aplatie	Acheter les marchés aux taux les plus hauts et vendre ceux aux taux les plus bas	Emprunter en devises à faible rendement et prêter en devises à fort rendement	Acheter les matières premières en déport et les vendre en contango

Annexe 3 : Evolution des primes de risque

Le tableau suivant présente les écarts de rendement annuels de chaque type de prime par rapport à l'indice S&P500 GTR (performance annuelle brute de frais).

Il montre d'importants écarts d'une année sur l'autre pour une même prime de risque ainsi qu'une corrélation peu élevée entre les primes sur la période.

Année	Size (%)	Value (%)	Momentum (%)	Low Vol (%)	Meilleur facteur
2000	27,04	31,38	14,78	29,88	Size
2001	23,89	15,97	5,12	16,00	Size
2002	8,19	7,25	11,53	14,61	Low Vol
2003	21,02	12,18	2,73	-1,57	Size
2004	7,34	10,93	6,92	8,23	Value
2005	3,27	8,28	8,39	2,05	Momentum
2006	0,71	2,83	-2,20	5,21	Low Vol
2007	-7,67	-6,89	0,49	-6,68	Momentum
2008	-2,90	-3,13	1,36	4,36	Low Vol
2009	25,69	16,07	-1,25	2,10	Size
2010	12,05	8,15	7,10	3,19	Size
2011	-3,20	-4,86	-1,31	4,71	Low Vol
2012	2,87	3,93	0,00	-0,50	Value
2013	5,11	3,44	4,92	0,35	Size
2014	0,15	-0,59	-1,84	5,07	Low Vol
2015	-0,32	-5,08	1,92	1,54	Momentum
2016	-1,81	6,20	-7,64	-0,06	Value

Sources : Koris International.

Informations importantes :**© Aberdeen Asset Management**

Ce document a été élaboré par Aberdeen Asset Management Gestion, avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et analyses descriptives ou statistiques communiquées ont été obtenues auprès de sources qui peuvent être considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité d'Aberdeen Asset Management Gestion. Ce document est fourni exclusivement à titre d'information et à l'usage du destinataire. Il ne constitue ni une offre ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou de services bancaires et ne saurait délier le destinataire de la nécessité de former son propre jugement. La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit préalable d'Aberdeen Asset Management Gestion est interdite. Tout contrevenant s'expose à des poursuites. Il est expressément stipulé que ce document ne s'adresse pas aux personnes soumises à une législation leur interdisant l'accès à de telles informations du fait de leur nationalité ou de leur domicile.

Etude réalisée en collaboration avec Captéo.

Aberdeen Asset Management Gestion

Washington Plaza

29 rue de Berri

75408 Paris Cedex 08

Tél : +33 1 73 09 03 19

Fax : +33 1 73 09 03 28

aberdeen-asset.fr

121027839 04/17

