

Les stratégies de gestion de portefeuille d'actions: Style de gestion et indexation de portefeuille

I. Concept d'efficience des marchés et stratégies de gestion

- Efficience opérationnelle des marchés
- Efficience informationnelle des marchés
- Stratégie passive
- Stratégie active

Le choix d'une stratégie en particulier dépend du degré d'aversion au risque du client et de la conception de l'efficience du marché des actions.

II. Les stratégies de gestion active

1. L'approche Top down :

- Évaluer et prévoir les perspectives économiques futures.
- Décider des proportions à investir par pays ou région économique.
- Identifier les secteurs et industries qui profiteront des perspectives économiques prévues.
- Décider des proportions à investir par secteurs et industries
- Choisir les meilleurs titres dans les secteurs sélectionnés.

2. L'approche Bottom up :

- Sélectionner des titres et accorder moins d'importance aux cycles économiques
- Sélection de titres avec des caractéristiques bien définies:
 - un ratio C/B relativement faible
 - un ratio VM/VC faible,

- des firmes à petites capitalisations
- etc.

3. Analyse fondamentale et analyse technique :

- L'analyse fondamentale se préoccupe des perspectives de bénéfices futurs pour les différentes entreprises (états financiers, perspectives de l'industrie, concurrence, management).
- L'analyse technique se préoccupe des tendances relatives aux prix et volumes historiques des titres individuels et du marché dans son ensemble.

a) Stratégies basées sur l'analyse technique

- Technique des filtres : consiste à acheter le titre quand son prix augmente de X % par rapport au dernier creux et le conserver jusqu'à ce que son prix baisse de Y % du dernier haut.
- Moyenne mobile
- Relation entre le prix et le volume : Suggère une relation entre le volume transigé et le prix comme signal d'achat ou de vente du titre.
- Sur-réaction du marché : les investisseurs sur-réagissent suite à la divulgation de l'information sur les titres.
- Ligne des gagnants et perdants : le nombre de gagnants relativement aux perdants sur une période déterminée peut être un indicateur des mouvements à court terme du marché.

- Ratio des ventes à découvert (Short interest ratio) : le nombre de titres vendus à découvert par rapport au volume quotidien moyen

b) Stratégies basées sur l'analyse fondamentale

Principales mesures utilisées par le gestionnaire : les variations à court et à long terme des bénéfices. Certaines de ces stratégies sont basées sur :

- Identification des surprises de bénéfices
- Ratio C/B

c) Stratégies basées sur les anomalies de marchés

- Effet de taille
- Effet de firmes négligées
- Effets calendaires
- Effet des transactions des initiés.

III. Stratégies de gestion passive

Deux approches de stratégies passives :

- L'approche d'achat-détention (buy and hold)
- L'approche de la gestion indicielle

LA GESTION INDICIELLE

1. Définition

Un portefeuille indiciel est un portefeuille géré de façon à répliquer le plus parfaitement possible un indice de référence désigné.

2. Motivations de la gestion indicielle

- La théorie du CAPM: le portefeuille de marché est le portefeuille de tangence.
- Coûts reliés à la gestion active: frais de recherche, de recherche d'information, coûts de transaction etc...
- Aux États-Unis, les gestionnaires parviennent rarement à battre le S&P 500

3. Les étapes de la gestion indicielle

- Sélection de l'indice à répliquer (benchmark) : S&P 500, TSE 300, etc...
- Choix des titres: fonction des choix effectué par les firmes construisant les indices.
- L'erreur de réplication (Tracking error) acceptable

Erreur de réplication = Rendement total du portefeuille répliquant l'indice – Rendement total de l'indice à répliquer.

Objectif : Minimiser l'erreur de réplication. La gestion indicielle vise une erreur de réplication égale à zéro.

. Coûts de transaction et erreur de réplication

. Nombre de titres de l'indice et erreur de réplication

. L'inévitable erreur de répliation (exception : répliation de l'indice à l'aide des produits dérivés)

- La répliation implique des lots irréguliers
- Les pondérations des différents titres dans l'indice changent régulièrement
- Les modifications de l'indice: les rentrées et les sorties de titres, les fusions, les faillites

4. Construction de l'indice à répliquer et son impact sur le portefeuille le répliquant

Méthode de construction des indices boursiers :

- (i) la pondération selon la capitalisation boursière (value weighted)
- (ii) la pondération selon le prix (price weighted)
- (iii) la pondération supposant la même somme investie dans tous les titres (equally weighted)

Notes :

- Les indices arithmétiques peuvent être facilement répliqués quelle que soit la méthode de pondération utilisée.
- L'utilisation d'une moyenne arithmétique avec les deux premières méthodes de pondération réduit substantiellement le rebalancement de portefeuille pour un gestionnaire pratiquant de la gestion indicielle.
- Le rebalancement est inévitable dans certains cas dont :
 - Les fusions
 - Des compagnies peuvent être retranchées de (ou ajoutées à) l'indice.
 - Les fractionnements et les dividendes en actions.
 - De nouveaux titres peuvent être émis.
 - Certains titres peuvent être rachetés.

5. Méthodes de construction d'un portefeuille répliquant un indice boursier

a) La méthode simpliste

Achat de tous les titres de l'indice (en proportion de leurs poids dans cet indice)

Avantage: Minimiser l'erreur de réplication.

Inconvénient:

- Frais de transaction très élevés,
- Réinvestissement des dividendes entraîne des frais d'ajustement élevés.

b) La méthode de la capitalisation boursière

- Considérer d'abord les titres d'entreprises de grande capitalisation de l'indice à répliquer (mêmes proportions que leur importance dans l'indice de référence)
- Le reste du portefeuille est réparti en proportion égale dans chacun des autres titres de l'indice.

c) La méthode de l'échantillonnage stratifié

- Achat des titres les plus représentatifs compris dans l'indice à répliquer
- Classer les titres composant l'indice à répliquer en strates (industrie, risque total, etc.)
- Choisir, dans chaque strate, quelques titres représentatifs du groupe.
- Pondérer les portefeuilles des différentes strates par leur importance dans l'indice à répliquer.

d) Méthode d'optimisation quadratique

- Utilisation de données historiques de variations de prix et des corrélations
- Déterminer la composition du portefeuille qui minimisera l'erreur de réplication
- Limite : Un changement dans l'évolution des prix et des corrélations impliquerait une erreur de réplication relativement élevée.

IV. Les modes ou styles de gestion de portefeuille d'actions

A. Les différents styles de gestion

1. Styles génériques

➤ Gestion axée sur la croissance

- Gestionnaire orienté vers les titres de croissance : sélection de titres de compagnies enregistrant de fortes croissances des bénéfices

➤ Gestion axée sur la valeur

- Gestionnaire orienté vers les titres de valeur : Sélection les titres jugé pas chers (ratio VM/VC jugé faible par rapport à la moyenne)

2. Expansion des styles génériques

Gestion axée sur les titres de valeur à grande capitalisation

Gestion axée sur les titres de croissance à grande capitalisation

Gestion axée sur les titres de valeur à faible capitalisation

Gestion axée sur les titres de croissance à faible capitalisation.

a) Sous styles du mode basé sur la valeur

- Gestion axée sur les ratios Cours/Bénéfices les plus bas : **low P/E managers**
- Gestion axée sur les ratios VM/VC les plus bas du fait des cycles non favorables (avec anticipation d'une inversion du cycle) : **Contrarian managers**
- Gestion axée sur les titres à rendement de dividendes élevés (conservateurs) : **yield managers**

b) Sous styles du mode basé sur la croissance

- Gestion axée sur les entreprises de grande qualité avec une croissance uniforme.
- Gestion axée sur les titres ayant une croissance plus volatile.
- Gestion axée sur les entreprises à petites capitalisations, en se préoccupant de l'évolution à court terme des bénéfices.

c) Les modes de gestion hybrides

Gestion axée sur les compagnies dont on anticipe une croissance supérieure à la croissance moyenne, mais qui se transigent à une valeur raisonnable.

B. Système de classification : Exemple basé sur le ratio VM/VC

- Sélectionner un ensemble de titres à classer
- Calculer la capitalisation boursière de tous les titres dans l'univers des titres
- Calculer le ratio VM/VC pour les titres de l'univers choisi
- Calculer la capitalisation boursière cumulée en commençant par le titre ayant le ratio VM/VC le plus faible
- Sélectionner les titres à ratios VM/VC les plus faibles jusqu'au point où l'on atteint la moitié de la capitalisation boursière totale
- Ces titres sont considérés comme des titres de valeur (faible VM/VC)
- Les titres restants sont considérés comme des titres de croissance.

Problèmes liés à ce système de classification :

- Différences entre dernier titre de valeur et premier titre de croissance?
- VM/VC et capitalisation boursière changent dans le temps. Reclassement?

Solutions :

- Choix de plusieurs variables de classification et allocation d'un score à chaque titre. Utiliser le score à la place du seul ratio VM/VC.
- Classer les titres en trois catégories : Titres de valeur pure, titres de croissance pure, et titres en mi-chemin.

C. Performance des styles de gestion basés sur la valeur et la croissance

Styles basés sur la croissance > Styles basés sur la valeur dans les situations suivantes :

- Une perte de vitesse des bénéfices : la croissance des bénéfices devient plus rare. Les investisseurs paient une prime plus élevée pour une croissance des bénéfices plus élevés.
- Une baisse des taux d'intérêt : durée (duration) des titres de croissance > durée des titres de valeur.
- Une courbe de taux inversée (décroissance de l'économie et d'une perte de vitesse des bénéfices)
- Une augmentation des taux de distribution de dividendes : prime plus élevée pour une croissance plus élevée des bénéfices

Gestion active ou tactique de styles?