

Malgré ses atouts, la gestion quantitative peine à s'imposer

Porteuse sur le papier, mais souvent complexe, la gestion systématique ne gagne guère de parts de marché en Europe et plus particulièrement en France, où les gestions indicielles et thématiques, portées par la hausse des marchés, ont pris de l'épaisseur ces dernières années. Pourtant, elle gagne à être connue, car elle est une bonne source de diversification des portefeuilles.



Dans le vaste univers des stratégies, la gestion quantitative s'appuie sur la mise en place de modèles mathématiques/scientifiques qui viennent orienter la sélection des valeurs réalisées par les gérants, sans intervention humaine. Ces derniers s'assurent essentiellement du bon paramétrage de leur modèle, l'améliorant en continu au fur et à mesure de l'observation de ses résultats, de l'intégration de nouvelles données disponibles ou encore de la montée en puissance des capacités de calcul et de l'émergence de l'intelligence artificielle. Souvent issues

d'études académiques, ces gestions quantitatives sont très diverses et il existe autant de modèles que de gestion.

Peu de place en Europe

Actuellement, ces gestions ne semblent pas avoir la faveur des investisseurs européens. Elles sont davantage présentes dans les portefeuilles des investisseurs d'outre-Atlantique. « *La gestion quantitative est sous-représentée en Europe par rapport aux Etats-Unis, où la culture boursière est plus développée et où il existe plus de sociétés de gestion. Cela*

s'explique également par un univers de gestion très large, donc adaptée au quantitatif. La gestion quantitative-momentum y est très utilisée, notamment par de gros fonds de pension », explique Stéphane Lévy, stratège et responsable de l'innovation chez Chahine Capital qui, depuis vingt-trois ans, opère une gestion quantitative momentum.

Jean-François Bay, Managing Director de Quantalys, abonde dans ce sens : « *La gestion quantitative est très développée aux Etats-Unis. En effet, cette approche scientifique plaît outre-Atlantique où il est très difficile de surperformer les indices. Elle y est également bien adaptée*



Stéphane Lévy,
stratégiste et responsable
de l'innovation chez Chahine Capital.



Jean-François Bay,
Managing Director de Quantalys.



Guillaume Dolisi,
cofondateur et gérant chez Via AM.



Johann Schwimann,
CEO de Seven Capital Management.

car il s'agit de marchés très liquides. A l'inverse, en Europe, les poids du stock-picking et des ETF restent importants, ce qui laisse peu de place à d'autres typologies de stratégie. Par ailleurs, en termes de distribution de fonds, la gestion Quant se vend mal car trop sophistiquée. Les sociétés de gestion, comme Theam, Seeyond, LFIS ou Russell, ne sont pas connues du grand public. Ces gestions sont souvent réservées aux investisseurs institutionnels. »

Le Managing Director de Quantalys observe ainsi la faible collecte de ses fonds en Europe, notamment chez les Market Neutral et la préférence des investisseurs pour les gestions indicielles et thématiques : « Globalement, les fonds systématiques, basés sur des modèles quantitatifs, n'ont pas beaucoup collecté ses dernières années. C'est le cas en particulier des fonds de performance absolue qui ont déçu face aux fonds long only. Pour les fonds systématiques actions, la collecte a été tout aussi faible, car ils se retrouvent en tenaille entre des ETF et des thématiques ISR, deux catégories qui ont beaucoup collecté. Globalement, après un retour fort et technique sur les marchés, on assiste, en 2021, dans un contexte de marché plus compliqué, à un retour en grâce des stock-pickers après dix années de décollecte en faveur de la gestion indicielle. »

Néanmoins, Stéphane Lévy reste confiant quant au développement des gestions quantitatives dans les années à venir : « Nous considérons que le quantitatif va s'imposer de plus en plus, alors que les marchés vont de plus en plus vite, notamment d'un point de vue direc-

tionnel. La montée en puissance de la réglementation impose des obligations de moyen plus importantes, la justification chronophage des choix, de la traçabilité... De plus, dans un monde à taux zéro, la pression est forte sur les marges. Or le quantitatif permet de développer une méthode de gestion industrialisable et donc de réduire les coûts, d'autant plus avec le développement de l'intelligence artificielle. Par exemple, chez Chahine, 30 % des actifs gérés le sont via l'intelligence artificielle, ce qui était impossible il y a à peine dix ans. Nous bénéficions également d'une puissance de calcul qui double tous les deux ans... Cette évolution est rapide. »

Des atouts indéniables

Sans l'opposer totalement à la gestion discrétionnaire traditionnelle, la gestion systématique dispose de nombreux atouts. Guillaume Dolisi, cofondateur et gérant chez Via AM, assure qu'« elle permet tout d'abord de limiter des biais psychologiques, qui font en moyenne des humains de piètres investisseurs discrétionnaires en raison de déformations cognitives (excès de confiance, mémoire sélective, aversion au risque, ancrage, biais de confirmation, etc.). Dans leur gestion quotidienne, les gérants systématiques sont aussi moins sensibles aux aléas et influences externes (humeur, maladie, divorce, politique...) ».

Johann Schwimann, CEO de Seven Capital Management, argue que « contrairement à des gérants discrétionnaires structurellement acheteurs, nous

sommes en capacité de nous désengager totalement d'un marché si notre process l'impose ».

Outre cette dimension, Stéphane Lévy met en avant la capacité de la machine à pouvoir traiter un nombre quasi infini de données, ce qui est humainement impossible : « La gestion quantitative permet d'aligner les moyens avec les objectifs d'une gestion. Par exemple, sur les mille cinq cents valeurs européennes, l'objectif est de battre le Stoxx 600. Or il est évident qu'un gérant fondamental, même accompagné de plusieurs analystes, ne peut dominer un univers de valeurs aussi large, d'autant plus qu'il doit agir avec la vie des marchés. Le quantitatif permet d'avoir les moyens de revisiter chaque cas d'investissement, au moins de façon mensuelle ou plus fréquemment. »

Par ailleurs, Guillaume Dolisi note également le caractère prédictible des performances des gérants systématiques : « L'une des particularités de la gestion systématique est de pouvoir simuler des performances au cours de longues périodes, sur différentes régions et dans différents environnements. Même si l'avenir est forcément différent du passé, cela offre de nombreux points de repère, ce que ne permet pas la gestion discrétionnaire. Pour les modèles les plus simples et les plus transparents, les investisseurs peuvent avoir une vue très précise et documentée de la méthode utilisée. S'ils approuvent la méthode, le gérant devient leur exécutant. »

Pour autant, la gestion quantitative a ses travers, notamment celui de rester enfermer dans son modèle. « L'inconvénient est que le gérant systématique peut →

aussi se “figer” dans une méthode, alors même que les marchés évoluent, poursuit Guillaume Dolisi. Il doit être en mesure de remettre en cause son approche et de s’adapter aux changements. Ces évolutions peuvent concerner des éléments très structurels, comme la nature des informations collectées. Les volumes de données augmentent énormément, mais pas forcément leur qualité. S’agissant des données économiques ou comptables, elles tendent davantage à répondre à des normes qu’à une plus grande clarté de l’information. Ainsi, l’économie évolue plus vite que la comptabilité, notamment avec l’importance croissante d’éléments “immatériels”, souvent mal pris en compte dans le bilan des entreprises. Au XXI^e siècle, la nature des actifs économiques a profondément changé, sans que ceux-ci soient correctement pris en compte par la comptabilité traditionnelle, encore parfois trop ancrée dans ses racines datant de la première partie du XX^e siècle. Par exemple, les valeurs de la Tech n’ont presque pas d’actifs tangibles (usines, camions, machines, etc.), mais, à l’inverse, d’énormes budgets de recherche et développement, des listes de clients et un formidable capital humain. »

Ces gestions quantitatives peuvent avoir un côté boîte noire ; or mieux vaut connaître la méthodologie de gestion d’un fonds pour l’intégrer dans la stratégie globale d’un portefeuille.

Des gestions qui se rapprochent

La distinction entre les gestions quantitatives et traditionnelles n’est pas si abrupte. De plus en plus, les gérants de conviction s’appuient sur des modèles quantitatifs pour construire leurs portefeuilles.

« La frontière avec la gestion fondamentale reste ténue car les gérants “traditionnels” utilisent de plus en plus des modèles quantitatifs dans leurs process. Rappelons que dès 2017, BlackRock a officialisé l’utilisation d’algorithmes à côté des gérants actifs ! », rappelle Jean-François Bay.

« Les gérants dits discrétionnaires et ceux dits systématiques ne sont pas strictement opposables, admet également Guillaume Dolisi. En effet, la plupart des gérants discrétionnaires utilisent un socle relativement systématique de critères ou de contraintes, là

où les meilleurs gérants systématiques traquent les erreurs et incohérences de leur machine. »

De multiples approches

Toujours est-il que l’univers des gestions systématiques est très large, au moins autant qu’il existe de sociétés de gestion, voire de fonds. « Les approches systématiques varient selon les données utilisées : fondamentales, économiques, prix, volatilité, facteurs de risque, etc., expose Guillaume Dolisi. Certaines s’appuient sur des modèles complexes, utilisant de plus en plus l’IA, tandis que d’autres restent assez simples. Enfin, il convient également de dissocier les modèles de très court terme, à haute fréquence, d’autres qui se positionnent à long terme. Le point commun de ces différentes approches demeure la faible place accordée aux décisions discrétionnaires. Une fois les paramètres du modèle arrêtés, les gérants n’ont pas vocation à suivre leur instinct, avec tous les biais psychologiques inhérents et largement étudiés/documentés. Une partie de la gestion systématique découle directement de la recherche académique, notamment à travers la gestion factorielle (volatilité, momentum, value). Or, le passage de la théorie à la pratique a provoqué quelques déceptions... »

Dans cet univers, Jean-François Bay note que « les fonds de performance absolue quantitatifs jouent le rôle d’assurance de portefeuille, dans une période de taux d’intérêt bas voire négatifs qui ne peuvent donc plus jouer ce rôle. Ils sont une source de diversification intéressante car l’ensemble des classes d’actifs sont aujourd’hui bien valorisées et très corrélées entre elles. Il convient de s’assurer de leur bonne liquidité ; attention ici aux stratégies utilisant beaucoup de leviers. »

Et de rappeler également que « souvent les stratégies dites de risk premia ont déçu. Cela s’explique par le fait que nous sommes actuellement dans des marchés administrés, sans volatilité, et que dans ces conditions de marché exceptionnel, il est difficile d’extraire de la valeur car les facteurs de marché, trop corrélés entre →

Quelle place pour l’ESG ?

Pour Jean-François Bay, les fonds systématiques sont à même de pouvoir intégrer une approche ESG dans leurs gestions : « Les gérants quantitatifs vont pouvoir intégrer de plus en plus l’ESG dans leurs process car l’analyse extra-financière devient de plus en plus quantitative et que la gestion ISR est basée sur des indicateurs de plus en plus standards (taxonomie). Cela permet d’avoir une approche objective vis-à-vis des entreprises présélectionnées et de ne pas tomber dans le débat de religion. »

Chez Chahine, on intègre progressivement une approche ESG au sein de ses portefeuilles, notamment via l’exclusion de certains secteurs et quelques critères d’exclusions sur des valeurs pétrole. « Nous suivons, notamment, des notions de dynamique et d’engagement des sociétés et nous votons de façon systématique aux assemblées générales. La gestion des controverses fait également l’objet d’un process mis en place avec un partenaire de façon quantitative. »

Chez Via AM, les fonds ont également intégré les dimensions ESG. Par ailleurs, le fonds Via Smart Equity Europe est désormais accessible avec des parts permettant de compenser les émissions de carbone du portefeuille, par exemple en finançant des opérations de préservation de forêts indonésiennes.

De son côté, Johann Schwimann, explique « collaborer avec les sociétés spécialisées du secteur permettant d’extraire de l’univers d’investissement les valeurs non vertueuses ».



Performances des fonds cités dans l'article

Nom du fonds	Code ISIN	Catégorie Quantalys	Perf. YtD	Perf. 2020	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans	Volatilité 3 ans *
CHAHINE CAPITAL							
Digital Funds Stars Europe Acc	LU0090784017	Actions Europe	27,80 %	15,64 %	52,92 %	100,01 %	21,98 %
Digital Funds Stars Europe Ex-UK ACC	LU0259626645	Actions Europe	29,22 %	20,20 %	60,61 %	118,93 %	21,52 %
Digital Funds Stars US Equities Acc Eur	LU1651323518	Actions Etats-Unis	29,83 %	20,58 %	54,65 %	/	30,12 %
VIA AM							
Via Smart Equity Europe Private Eur	LU1369529786	Actions Europe	21,32 %	1,79 %	29,67 %	51,45 %	21,57 %
Via Smart Equity US Private USD	LU1369531766	Actions Etats-Unis	28,34 %	4,68 %	47,52 %	83,45 %	21,87 %
Via Smart Equity World Private Eur	LU1369533382	Actions Monde	14,57 %	11,21 %	29,04 %	/	22,04 %
SEVEN CAPITAL MANAGEMENT							
Seven Ucits Euro Low Volatility Eur R (Seven Force 2)	LU2109939160	Allocation flexible prudent monde	1,16 %	/	/	/	2,12 % sur un an
Seven Diversified Fund R Eur Acc (Seven Force 5)	LU1229132797	Allocation flexible monde	5,02 %	0,57 %	3,20 %	8,28 %	7,22 %
Seven Diversified Equity Fund R Eur Acc	LU1229130742	Actions Europe	13,33 %	0,49 %	13,12 %	32,89 %	20,13 %

Source: Quantalys.com, données au 17/09/2021.

* Données au 31/08/2021

eux, ne sont pas assez différenciés. Les fonds basés sur plusieurs classes d'actifs, ou multi-assets quantitatifs, sont difficiles à évaluer et souvent très corrélés au moteur de performance actions. Pour un professionnel qui suit ces stratégies de gestion, mieux vaut miser sur des fonds mono-stratégie et effectuer du thematic picking sur les fonds suivis dont on peut mieux appréhender le comportement et savoir dans quelles conditions de marché rentrer ou sortir. »

Comment sélectionner un fonds quantitatif ?

L'offre est donc très vaste, le choix s'avère alors beaucoup plus complexe. « L'inconvénient de ces gestions est qu'on n'a pas forcément accès à tous les algorithmes utilisés et que l'on parle de "boîtes noires", poursuit Jean-François Bay. Pour juger de la qualité de ces gestions, le plus simple est d'appliquer des filtres quantitatifs pour

analyser leur comportement dans différentes phases de marché, notamment les périodes de crise. »

Pour Stéphane Lévy, il convient ainsi de s'écarter des modèles trop complexes. « Dans l'univers du quantitatif, il convient de faire attention aux "boîtes noires" et aux gestions à haute fréquence qui peuvent connaître d'importants accidents opérationnels. Mieux vaut privilégier les choses simples qui seront plus robustes. » →

Zoom sur...

L'offre « momentum » de Chahine

Chez Chahine a été développée une approche sur la dynamique boursière des titres et de consensus. « Il s'agit de gérer dynamiquement notre allocation sectorielle qui dépend à la fois de dynamique de marché et de la macro, et de l'effet stock-picking, à savoir sélectionner les bons titres dans les bons secteurs, expose Stéphane Lévy. Nous identifions les tendances naissantes et les conservons. Sur notre univers d'investissement européen par exemple, constitué de mille cinq cents valeurs, notre méthodologie nous permet d'identifier les quelques rares dossiers qui auront une performance exceptionnelle. Nos portefeuilles sont diversifiés autour de cent à cent-cinquante lignes (avec un maximum à 3,5 % par titre), avec un taux de rotation de 10 % chaque mois lors des rebalancements. » La société propose notamment les fonds actions : Digital Stars Europe, Digital Stars Europe Ex-UK et Digital Stars US Equities.

Les fonds actions de Via AM

Chez Via AM, les bilans annuels sont refondus à partir des données brutes des entreprises. Les ratios financiers sont transformés pour les rendre plus précis et, surtout, comparables. « Dans plus de 50 % des cas, il existe de grandes différences entre les ratios comptables

lisés, économiques, qui peuvent provenir d'éléments hors-bilan liés aux passifs de l'entreprise, comme la prise en compte des déficits de fonds de pension, ou des actifs, comme la capitalisation des dépenses de R&D ou de publicité. Une fois les données retraitées, nous appliquons une gestion systématique "à la Warren Buffett", qui consiste à tenter de maximiser la création de valeur à long terme du point de vue de l'actionnaire, en achetant les sociétés les plus rentables, qui devraient le rester, à un prix relativement attrayant. »

Via AM propose des fonds actions avec une méthodologie déclinée sur l'Europe (Via Smart Equity Europe), les Etats-Unis (Via Smart Equity US) et au niveau mondial (Via Smart Equity World). Durant les phases de crise, ces fonds réagissent parfois mieux ou moins bien que le marché, mais, eu égard à leurs qualités, les entreprises en portefeuille rebondissent mieux, car leurs bilans sont plus sains et leurs *business models* plus rentables.

L'offre de Seven CM

Chez Seven Capital est proposée une gamme de fonds diversifiés Force avec trois niveaux de risque 2, 5 et 10, dont l'objectif est de protéger le capital lors des chocs de marché et de profiter des hausses quand les marchés sont haussiers. « Ces fonds disposent d'une réelle flexibilité pour entrer ou sortir totalement d'un marché selon une approche

algorithmique. Cette protection s'est illustrée lors des chocs de 2008, 2011-2012 et, plus récemment, lors de la crise Covid. » Les fonds sont investis sur des actifs ultra-liquides afin de se prémunir du risque d'illiquidité. « Nous n'opérons que sur les emprunts d'Etats et grandes capitalisations d'Europe, des Etats-Unis et du Japon. »

Les algorithmes s'appuient sur les momentum macro, de prix des actifs et de risque. « Sur nos fonds les plus risqués, en cas de dynamique positive, nous pouvons prendre du levier pour profiter au maximum de la dynamique haussière du marché », précise Johann Schwimann.

Seven Force 5 est positionné comme un fonds de cœur de portefeuille, tandis que Seven Force 2 est un fonds de court terme qui permet d'être investi en UC en prenant des risques limités. Enfin, le Seven Force 10 s'adresse aux investisseurs cherchant des rendements plus élevés en rapport à la volatilité du fonds. « Nos fonds vont prochainement être largement référencés sur les contrats d'assurance-vie », précise le CEO.

Seven Capital propose un fonds actions *long only* éligible au PEA, dont le *stock-picking* repose sur la dynamique des valeurs, Seven European Equity Fund. Investi sur des *large caps* pour ne pas être exposé au risque de liquidité, le fonds sélectionne les valeurs qui réalisent la meilleure surperformance ajustée de leur risque sur six mois.