



LA FRANÇAISE

investing together

GESTION MODÉLISÉE ET
STRATÉGIES ALTERNATIVES

La Française Investment Solutions

RISK PREMIA 2.0 : au-delà de
l'approche traditionnelle

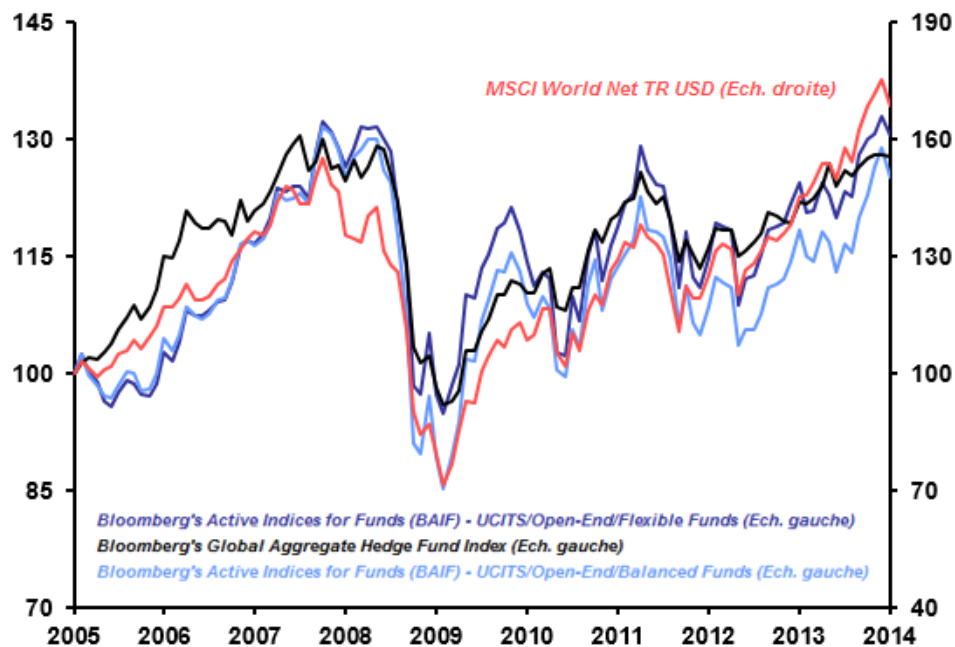


GESTION MODÉLISÉE ET STRATÉGIES ALTERNATIVES

Les écueils des méthodes d'allocation d'actifs traditionnelles

En moyenne, les gérants échouent dans leurs quêtes de...

.... diversification...



Sources : Bloomberg, La Française Investment Solutions

.... et de performance !

Régression de 2004 à 2015	HFRX Global ¹	HFRI Global ¹
Alpha mensuel (erreur type)	-0.0021 (0.0009)	0.0012 (0.0007)
Bêta vs. MSCI World NTR \$¹ (erreur type)	0.30* (0.0196)	0.35* (0.0156)
R² ajusté	0.79	0.63

(1) Excess Return vs. Fed Funds – (*) Significatif à 99%



GESTION MODÉLISÉE ET STRATÉGIES ALTERNATIVES

Le « secret » des « bons » gérants

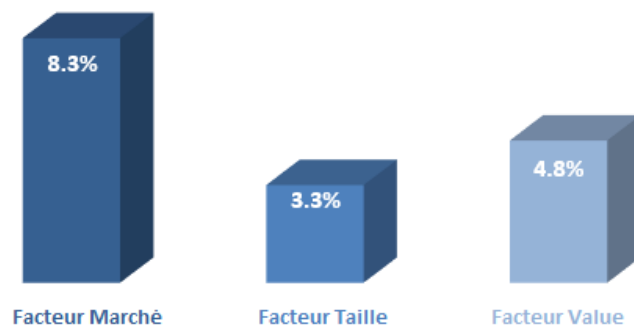
L'alpha des « bons » gérants provient d'expositions structurelles à des facteurs alternatifs...

Fonds actions US Juin 2003 à mars 2012	Régression par rapport aux facteurs			
	Marché	Marché, Value, Low Risk	Marché, Value, Low Risk, Momentum	Marché, Value, Low Risk, Taille
Alpha	0,181%	0,060%	0,053%	0,030%
Bêtas				
Marché	1,08	1,15	1,14	0,98
Value	-	-0,42	-0,20	-0,20
Low Risk	-	0,55	0,55	-
Momentum	-	-	0,22	0,15
Taille	-	-	-	0,51
R² ajusté	0,86	0,87	0,88	0,92

Sources : Bender, Hammond et Mok, *Journal of Portfolio Management* (Winter 2014)

... rémunérés sur le long terme...

Modèle de
Fama/French sur le
marché américain
(1927-2015)



Rendement annuel moyen (%)	8.3%	3.3%	4.8%
Volatilité annuelle (%)	20.6%	13.9%	14.1%
Ratio de Sharpe	0.40	0.24	0.34

Sources : Base de données de K. French

... et dont les fondements sont pérennes

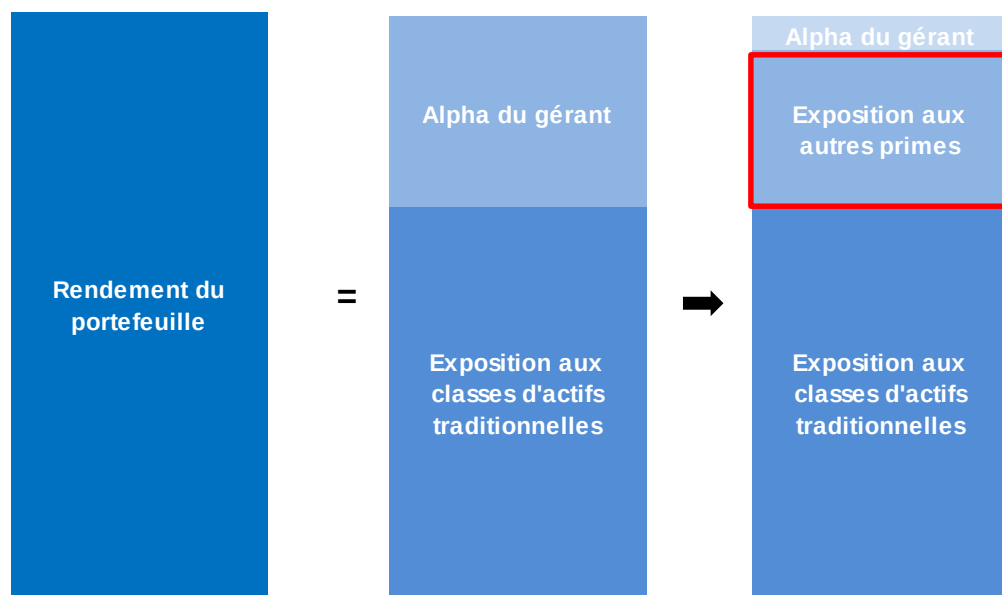
RATIONNEL / ECONOMIQUE	Rémunération pour porter un risque systématique supplémentaire
COMPORTEMENTAL	Rémunération provenant d'un traitement plus efficace de l'information
FLUX / CONTRAINTES	Rémunération venant d'un nombre de contraintes plus limité



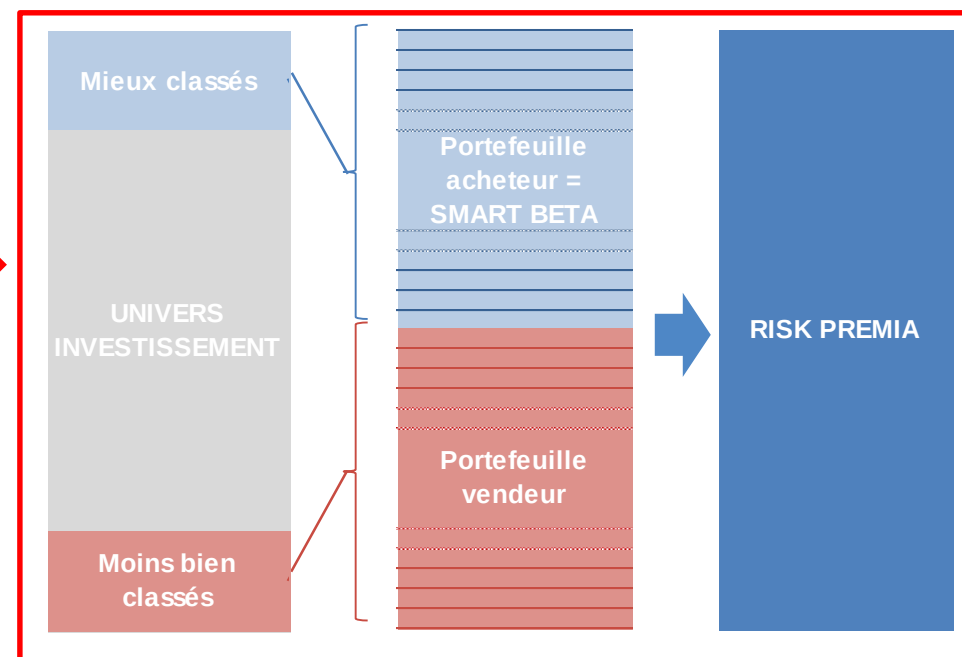
GESTION MODÉLISÉE ET STRATÉGIES ALTERNATIVES

La systématisation de l'alpha des gérants : les solutions d'investissement factoriel

Sources de rentabilité des portefeuilles



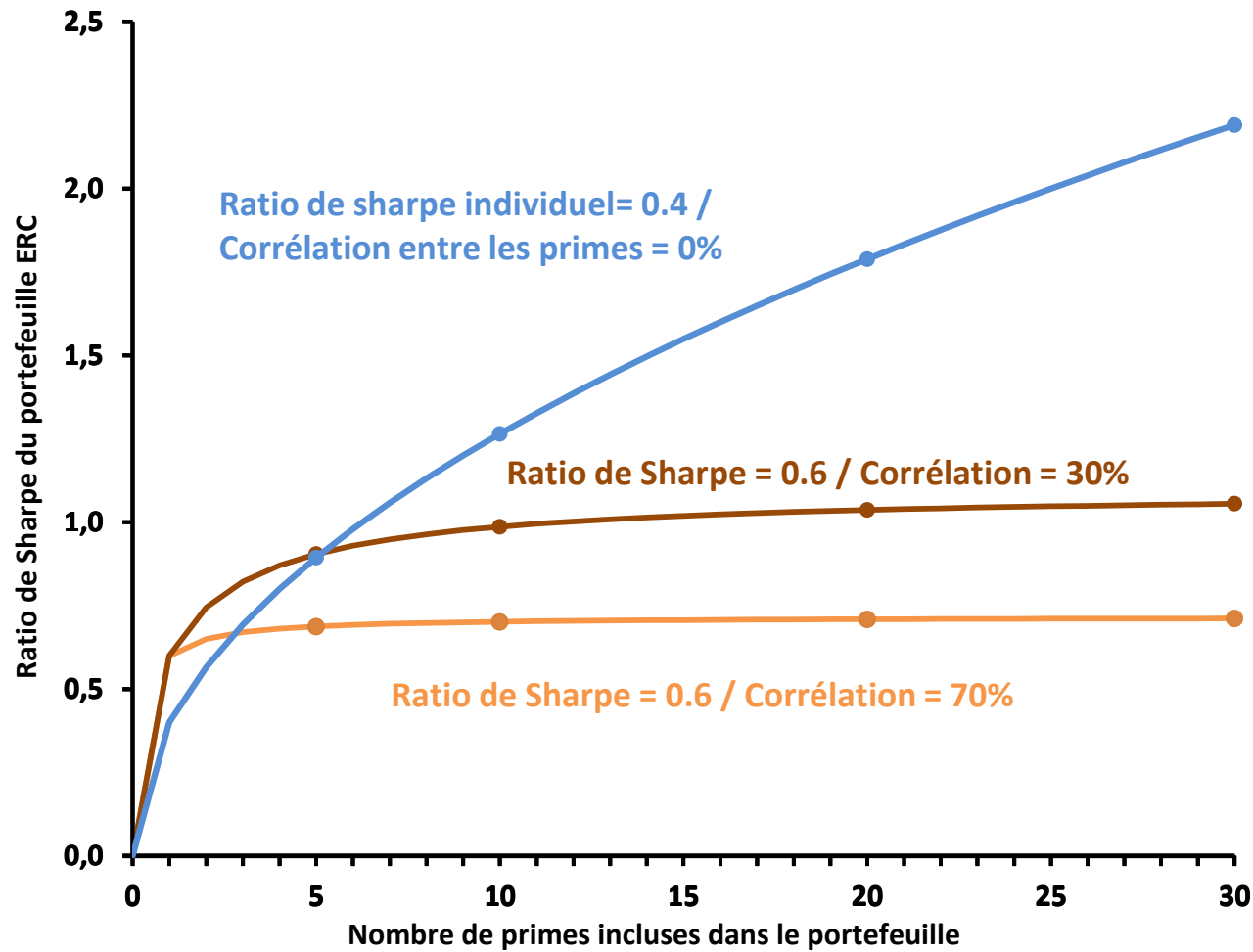
Extraction des facteurs : Smart Beta et Risk Premia





GESTION MODÉLISÉE ET STRATÉGIES ALTERNATIVES

Le pouvoir de la diversification





GESTION MODÉLISÉE ET STRATÉGIES ALTERNATIVES

Un univers cross-asset pour augmenter le nombre de primes

	Actions	Taux	Devises	Mat. Premières
Value <i>Achat des actifs les plus (moins) sous-évalués (sur-évalués)</i> <i>Vente des actifs les plus (moins) sur-évalués (sous-évalués)</i>	Prix sur valeur comptable	Taux 10 ans - inflation anticipée à 1 an	Taux de change sur parité de pouvoir d'achat de l'OCDE	Prix actuel rapporté à sa moyenne historique 5 ans
Carry <i>Achat des actifs offrant les portages les plus attractifs</i> <i>Vente des actifs offrant les portages les moins attractifs</i>	Taux de dividende	Pente 10 ans - 3 mois	Taux d'intérêt 3 mois extrait des forwards de change	Pente 1 an - 1 mois
Momentum <i>Achat des actifs qui ont récemment sur-performé</i> <i>Vente des actifs qui ont récemment sous-performé</i>	Rendement sur 1 an (hors le mois le plus récent)	Rendement sur 1 an (hors le mois le plus récent)	Rendement sur 1 an (hors le mois le plus récent)	Rendement sur 1 an (hors le mois le plus récent)
Low Risk <i>Achat "leveragé" des actifs les moins risqués</i> <i>Vente des actifs les plus risqués</i>	Bêta sur 1 an	Long/short 2/30 ans Pays/duration neutre	-	-

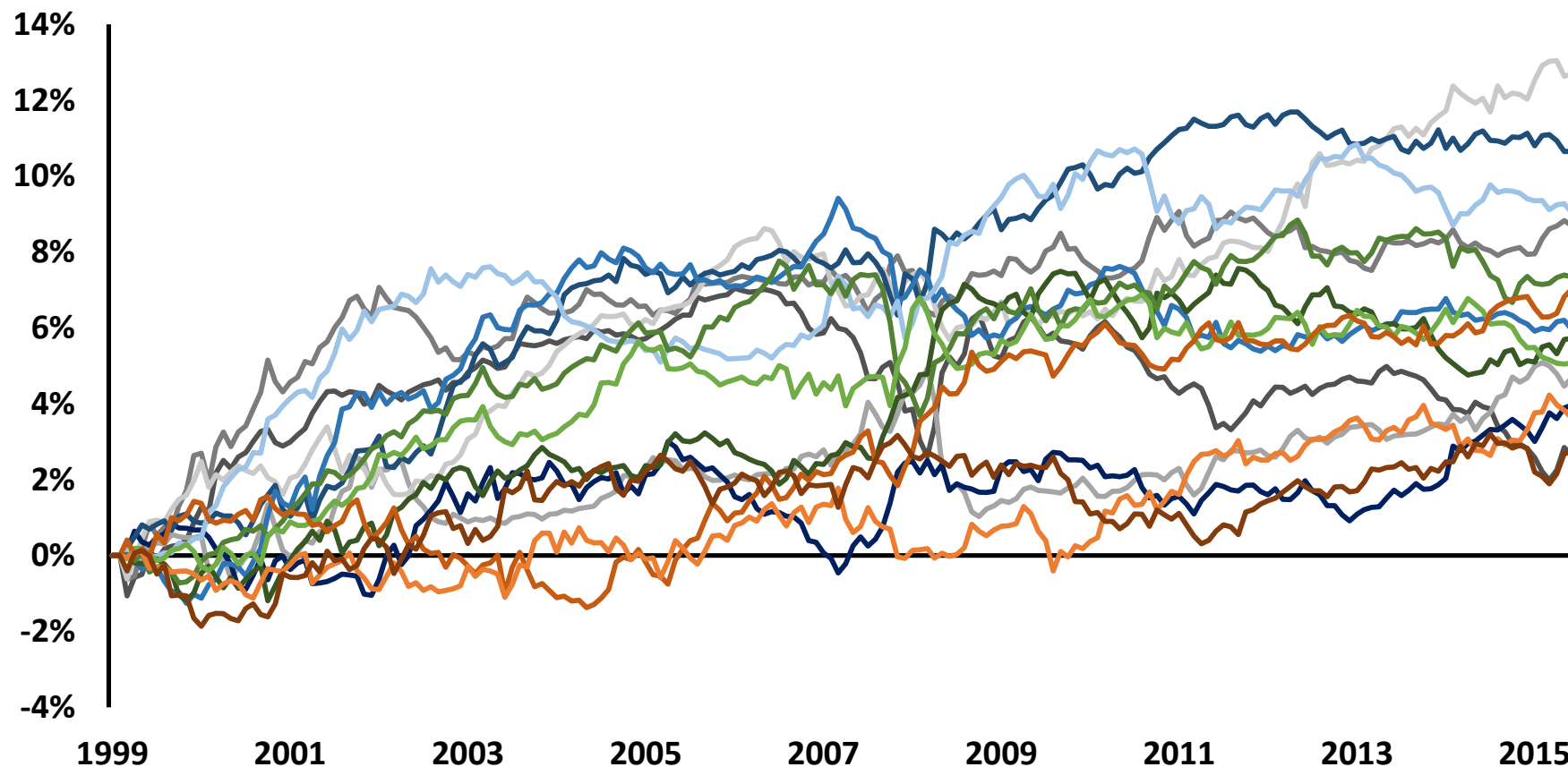
Traditional / Long-Short Equity Approach

Risk Premia / Cross-Asset Approach



CONSTRUCTION D'UNE APPROCHE MODÉLISÉE

Les primes de style simulées sur le long terme sont profitables



Value Actions (0.13)

Carry Actions (0.56)

Momentum Actions (0.31)

Low Risk Actions (0.80)

Value Taux (0.27)

Carry Taux (0.67)

Momentum Taux (0.38)

Low Risk Taux (0.55)

Value Devises (0.34)

Carry Devises (0.46)

Momentum Devises (0.34)

Value Matières Premières (0.17)

Carry Matières Premières (0.42)

Momentum Matières Premières (0.22)



CONSTRUCTION D'UNE APPROCHE MODÉLISÉE

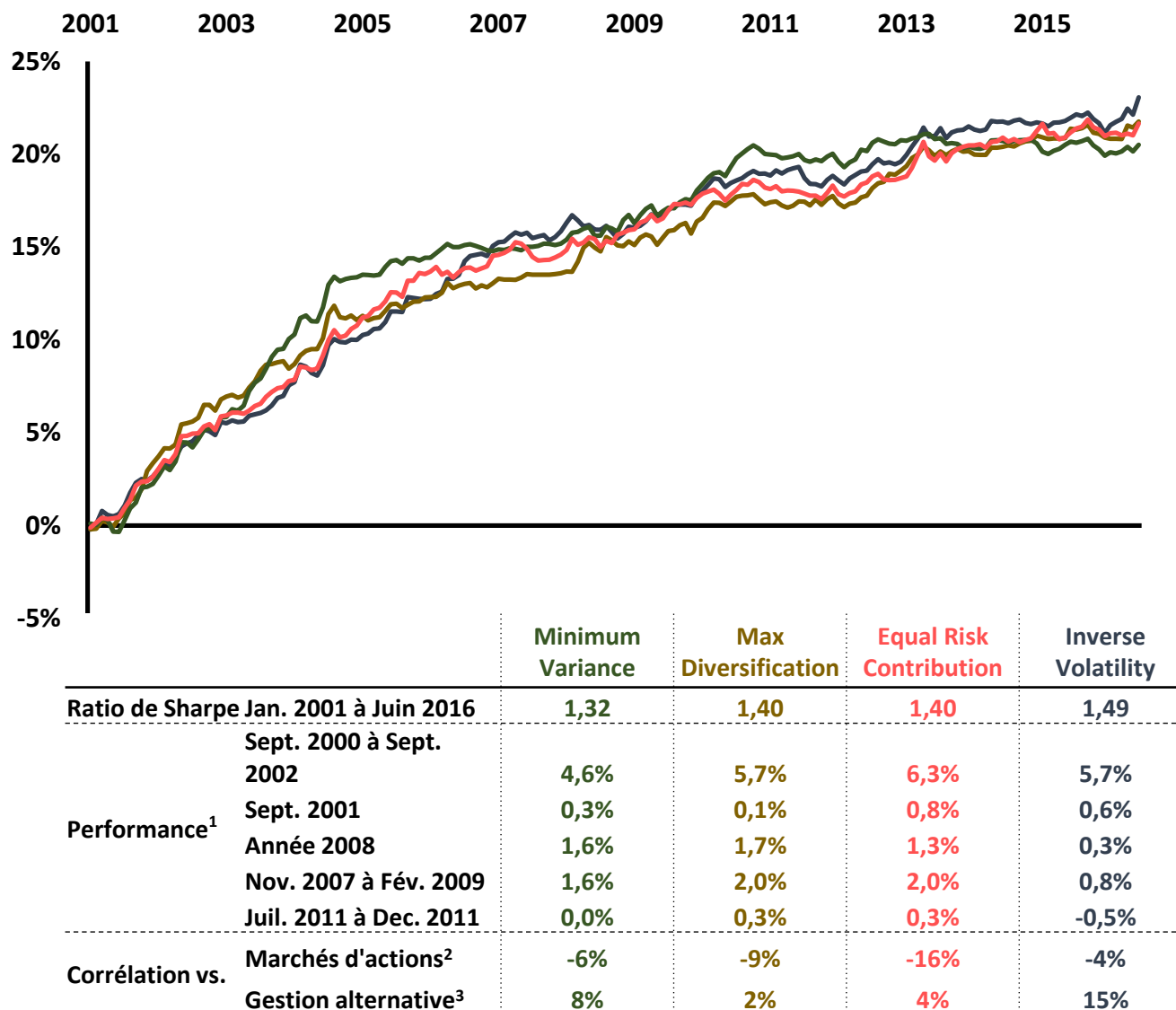
Les corrélations entre les primes de style simulées sont faibles

		Actions				Obligations				Devises			Mat. Premières		
		Value	Carry	Mom	Risk	Value	Carry	Mom	Risk	Value	Carry	Mom	Value	Carry	Mom
Actions	Value	100	8	-48	-15	-5	-6	3	21	15	15	-8	11	5	3
	Carry	48	100	11	32	5	8	16	-15	-12	6	4	19	-15	-11
	Mom	-42	15	100	24	-1	9	10	-21	-10	-7	22	-16	2	3
	Risk	0	32	23	100	1	14	12	-14	-11	-2	7	-12	-4	9
Obligations	Value	-12	2	8	10	100	-10	8	7	10	-26	-10	6	-4	0
	Carry	1	5	16	13	-11	100	39	-22	-14	39	23	-4	-8	10
	Mom	2	8	20	-8	-10	17	100	-6	-11	11	33	0	3	21
	Risk	24	-4	-14	-40	-31	-20	32	100	4	-3	-11	0	7	12
Devises	Value	1	-16	-43	-12	14	-10	-26	-19	100	-45	-43	-8	17	14
	Carry	27	-30	-22	-6	-24	22	2	15	-10	100	47	4	-6	-5
	Mom	-11	-10	27	2	2	-12	8	15	-42	5	100	-1	0	-8
Matières Premières	Value	-3	-13	-16	-2	19	-16	-23	-7	6	-1	-6	100	-54	-64
	Carry	7	-4	14	-5	-4	3	15	1	1	4	3	-62	100	40
	Mom	-3	0	6	10	-8	0	27	3	-22	10	9	-56	45	100



CONSTRUCTION D'UNE APPROCHE MODÉLISÉE

Les simulations de portefeuilles combinant les primes de style sont impressionnantes



(1) Performance en excès du taux sans risque (2) Les marchés d'actions sont représentés par l'indice S&P500 dividendes nets réinvestis (3) La gestion alternative est représentée par l'indice HFRX Global Hedge Fund

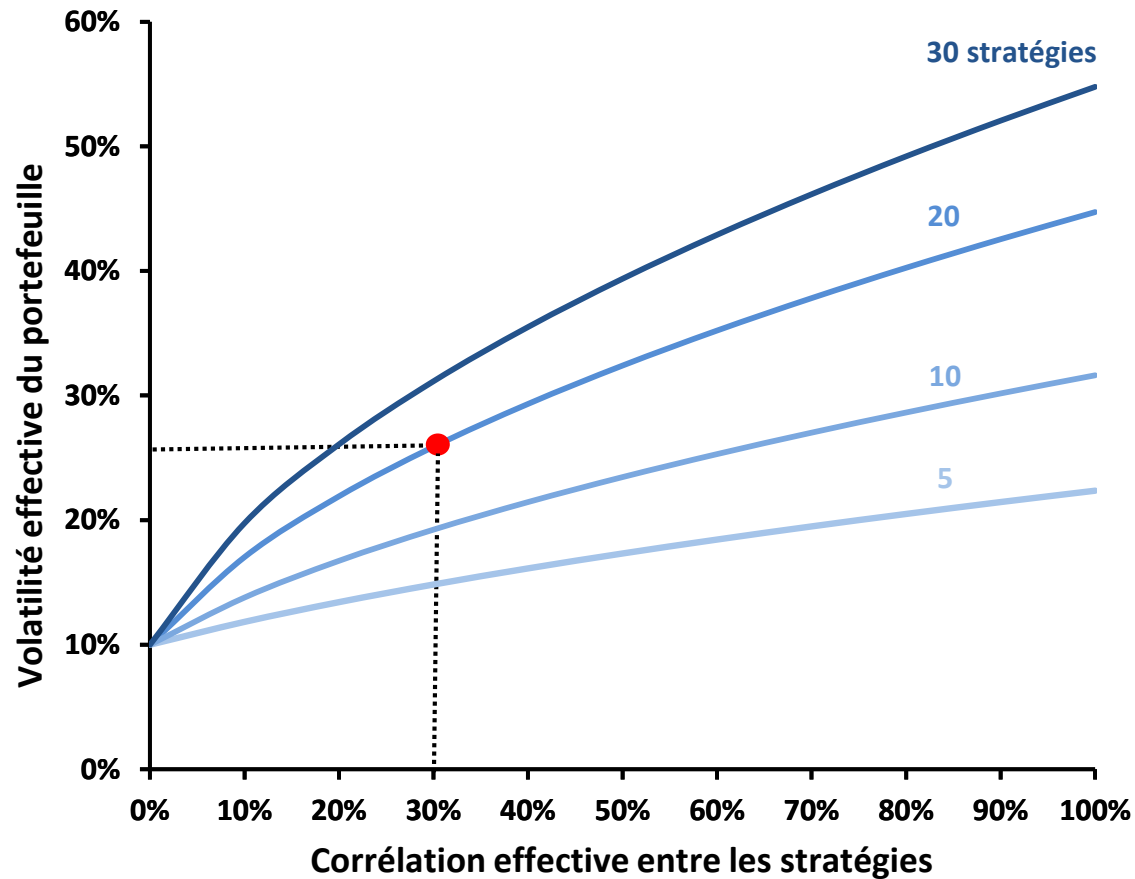
Sources : La Française Investment Solutions (Janvier 1999- Juin 2016)



LES PRINCIPAUX CHALLENGES DE LA GESTION MODÉLISÉE

Le talon d'achille des fonds multistratégies

Le risque de recorrélation



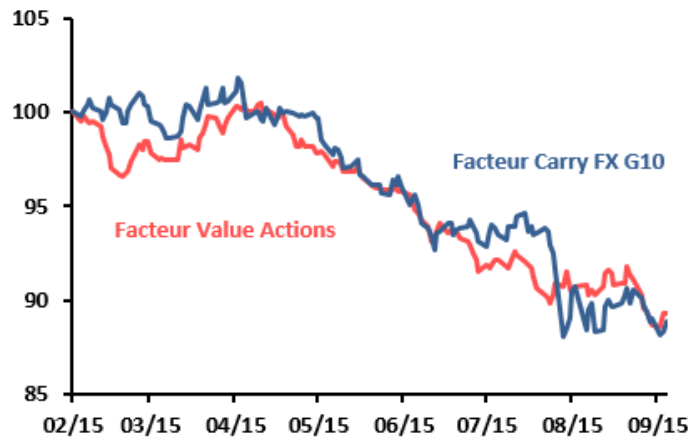


LES PRINCIPAUX CHALLENGES DE LA GESTION MODÉLISÉE

Comment gérer le risque de recorrélation ?

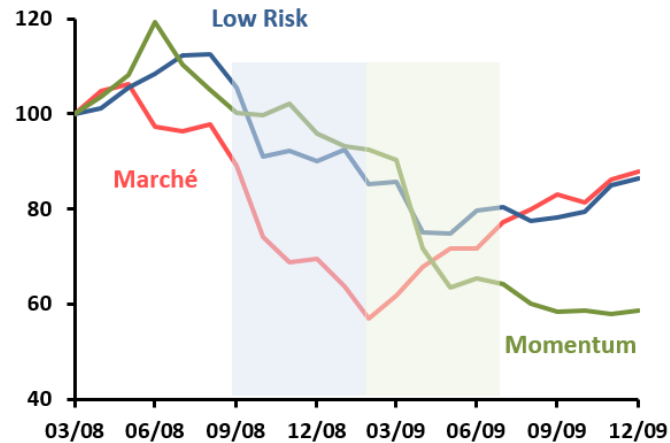
Illustration des enjeux

Corrélation avec une autre prime

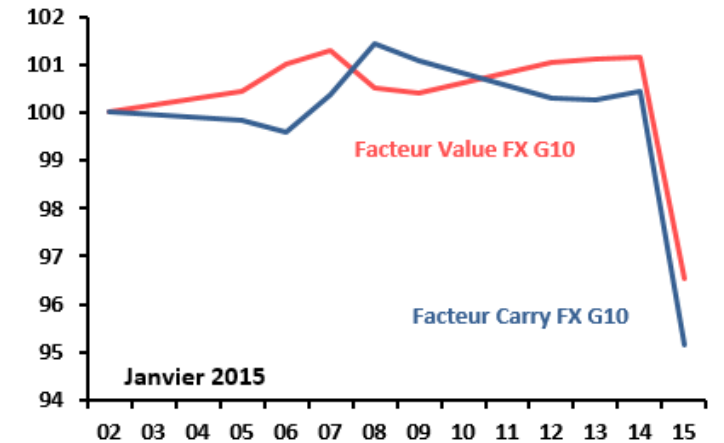


Sources : Bloomberg, La Française Investment Solutions

Corrélation avec la classe d'actifs sous-jacente



Corrélation via des positions concentrées identiques



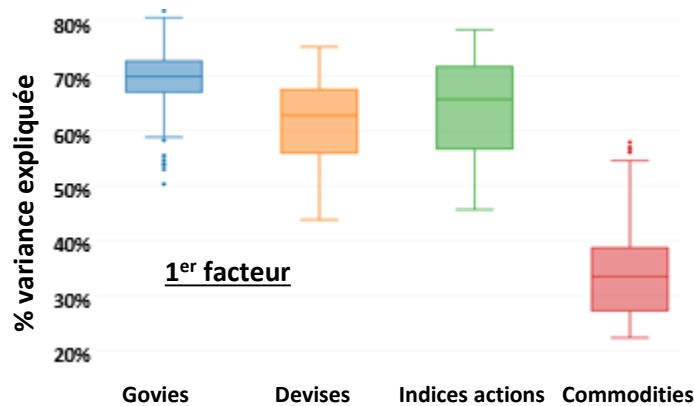


LES PRINCIPAUX CHALLENGES DE LA GESTION MODÉLISÉE

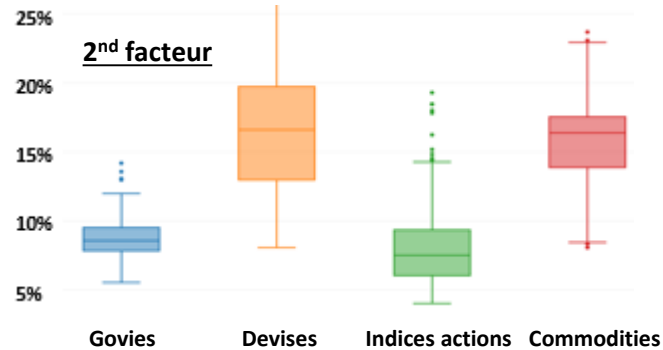
Comment gérer le risque de recorrélation ?

Eviter les forts biais structurels

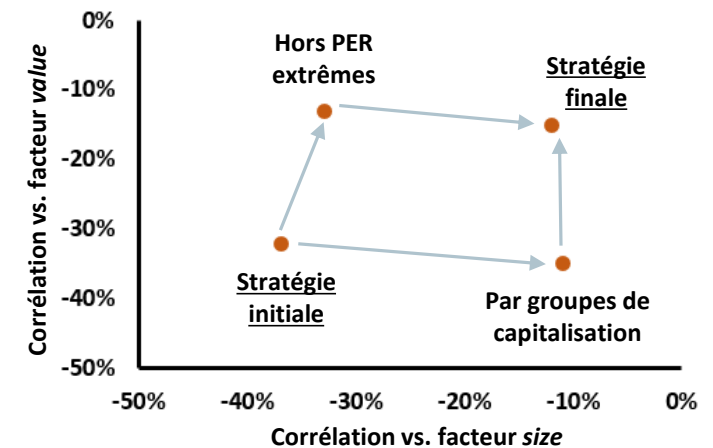
Analyse en composantes principales au sein des classes d'actifs



Sources : Bloomberg, La Française Investment Solutions



Orthogonalisation de la prime *low risk*



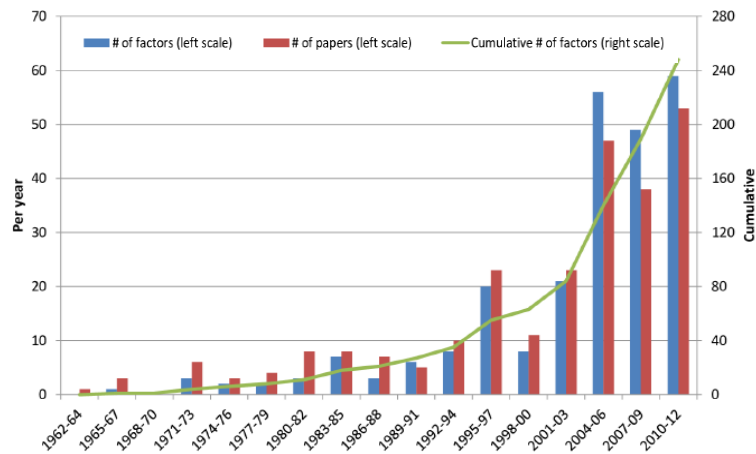


LES PRINCIPAUX CHALLENGES DE LA GESTION MODÉLISÉE

Comment gérer le risque de *data mining* et d'*overfitting* ?

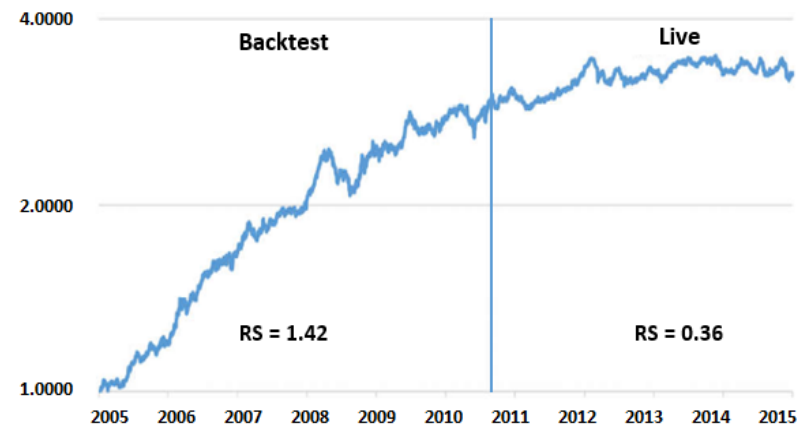
Illustration des enjeux

Un zoo de facteurs



Sources : Campbell R. Harvey, Yann Liu and Heqing Zhu

Des solutions en moyenne sur-optimisées



Sources : A. Suhonen, M. Lennkh and F. Perez

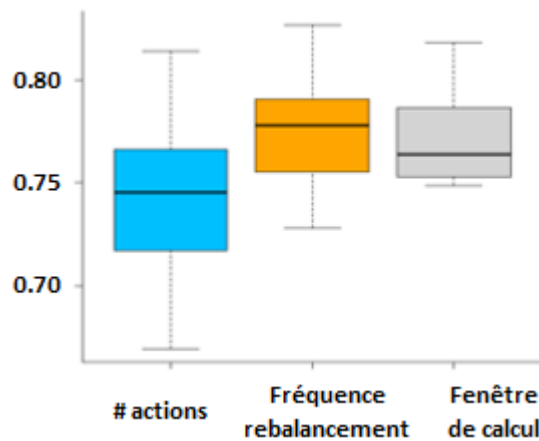


LES PRINCIPAUX CHALLENGES DE LA GESTION MODÉLISÉE

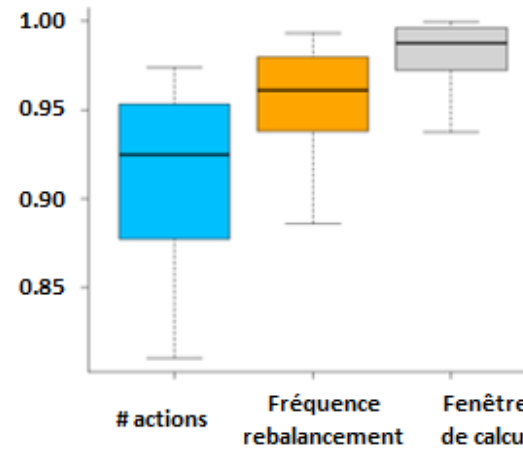
Comment gérer le risque de *data mining* et d'*overfitting* ?

Tests de robustesse / Prime *low risk* actions

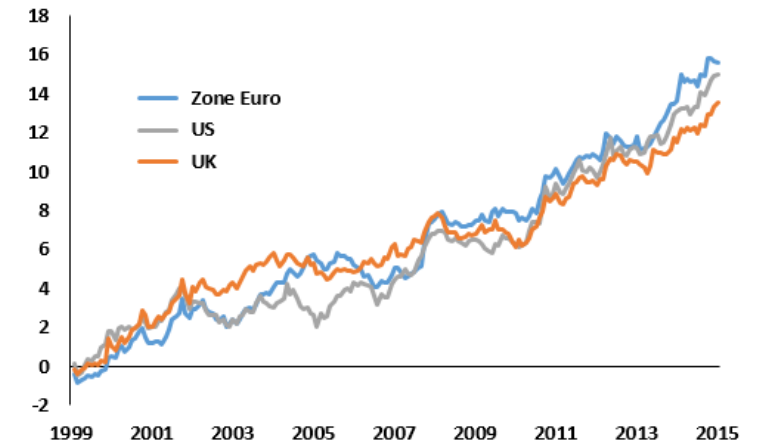
Distribution des ratios de Sharpe



Distribution des corrélations entre stratégies



Implémentation par zone d'investissement



Sources : La Française Investment Solutions

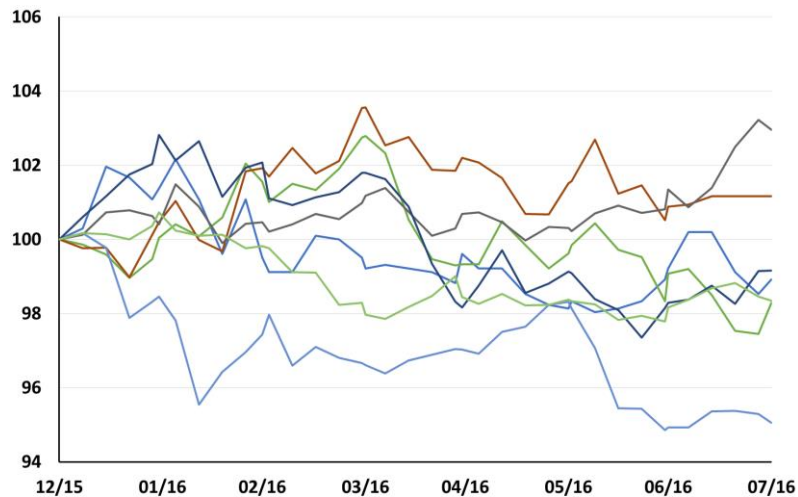


LES PRINCIPAUX CHALLENGES DE LA GESTION MODÉLISÉE

Comment appréhender les risques d'*over-crowding* et de *forced selling* ?

Illustration des enjeux

Performance des solutions premia : *over-crowded* ?



Sources : Bloomberg, La Française Investment Solutions

Phénomènes de *forced selling* et *de-leveraging* / Quant Crisis 2007

Style	Factor	Sector Neutral		Non Sector Neutral	
		Loss (%)	Loss (σ)	Loss (%)	Loss (σ)
Market	S&P500 TR			-0.9%	-0.4
Value	1 Yr Fwd Earnings Yield	-3.8%	-4.8	-2.2%	-1.9
Value	Free Cash Flow Yield	-3.6%	-5.4	-4.2%	-5.6
Value	Piotroski Score	-1.7%	-3.2	-1.7%	-2.9
Quality	Historical ROE	-1.4%	-2.1	-1.5%	-1.8
Quality	Altman Z-Score	-1.7%	-2.7	-1.7%	-2.2
Quality	Ope Margin 1-year Growth	-3.0%	-4.4	-1.9%	-2.5
Momentum	12-month Price Momentum	-3.5%	-2.9	-3.2%	-2.0
Momentum	3-month Avg Mean EPS	-3.3%	-3.7	-2.9%	-2.5
Low Risk	Historical Beta	-3.2%	-2.4	-2.9%	-1.7

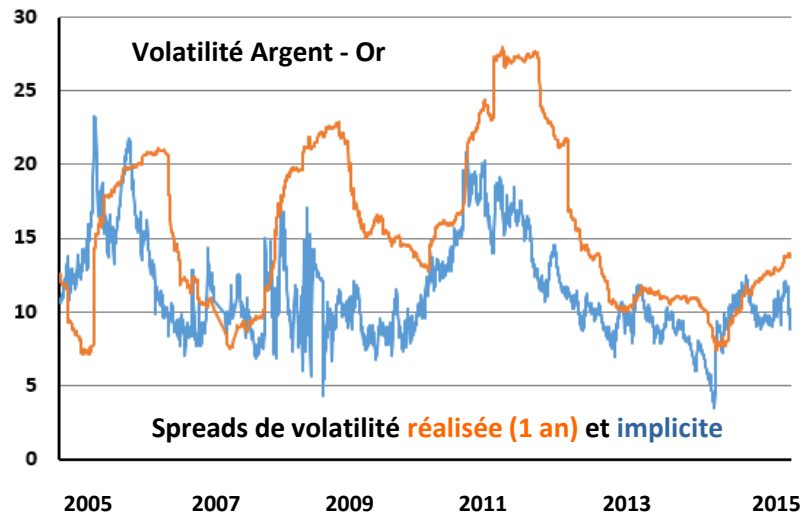


LES PRINCIPAUX CHALLENGES DE LA GESTION MODÉLISÉE

Comment appréhender les risques d'*over-crowding* et de *forced selling* ?

Au-delà des primes académiques

Primes sur paramètres implicites



Sources : Bloomberg, La Française Investment Solutions

Primes d'arbitrage : exemple de base négative sur Fiat (5.25 nov. 2016)



Sources : Bloomberg



LFIS VISION UCITS - PREMIA

De la théorie à la pratique

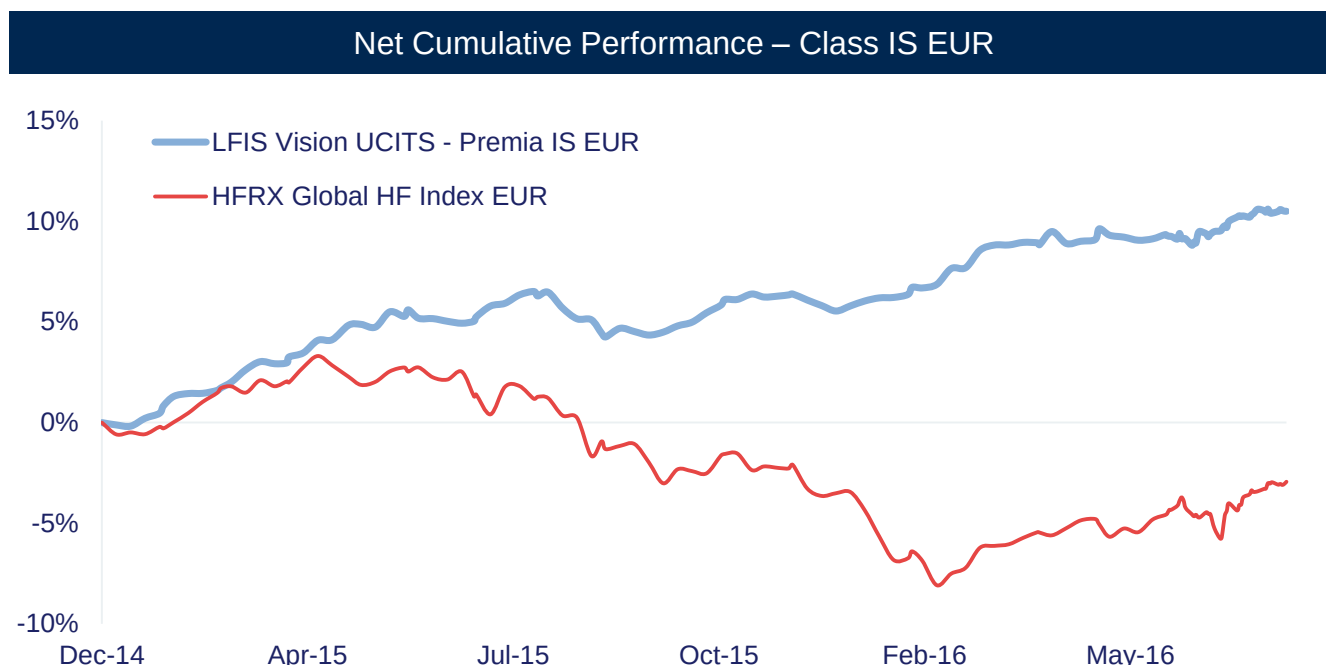


LFIS VISION UCITS – PREMIA

Performance: Class IS EUR as of July 29, 2016 ⁽¹⁾

Performance and Risk statistics: Since inception of the Class IS EUR on December 31, 2014

	Fund Class IS EUR	Salient Risk Parity Index EUR Hedged ⁽²⁾	HFRX Global HF Index EUR ⁽³⁾
Ann. Perf.	6.8%	3.4%	-3.0%
Sharpe Ratio	3.0	0.3	-0.6
Sortino Ratio	4.4	0.5	-0.8
Ann. Volatility	2.4%	11.9%	4.3%
Skewness	-0.2	-0.2	-0.6
Kurtosis	0.9	0.2	0.2
Downside Risk	1.6%	7.0%	3.4%
% Positive Mths	79%	47%	53%
Max. Drawdown	-1.8% 08/15	-16.3% 04/15 - 12/15	-9.6% 05/15 - 02/16
Recovery	100% Recovered	100% Recovered	32% Recovered



Net Monthly Performance: Class IS EUR

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Year
2016	0.93	1.29	0.84	0.79	-0.29	0.35	0.81						4.79
2015	0.84	0.89	1.25	1.88	0.76	-0.57	1.26	-1.84	0.05	1.63	0.23	-0.55	5.93

Source: Bloomberg, LFIS.

(1) Past performance does not constitute a representation or guarantee as to future results or performance. The data provided above is not intended as a representation or warranty by LFIS, or any other person or entity as to the actual composition of or performance of the Class IS EUR of the fund and/or of the fund. The HFRX Global Hedge Fund Index EUR is a market reference and provided for information purposes only. The comparison between a fund and an index has inherent limitations.

(2) The Salient Risk Parity Index represents a quantitatively driven asset allocation framework with the goal of equally weighting risk across four asset classes, equities, bonds, credit and commodities. As the Salient Risk Parity Index is quoted in USD, it has been hedged into EUR on a monthly basis using the differential between Euribor 1M and Libor 1M over the period. The comparison between a fund and an index has inherent limitations.

(3) The Salient Risk Parity Index and the HFRX Global Hedge Fund Index EUR are market references and provided for information purposes only.



AVERTISSEMENT

Ce document a été préparé par La Française Investment Solutions (« LFIS ») et La Française Bank (« LFB ») (ensemble, « LFGIS »). Il s'agit d'un document confidentiel destiné aux personnes assistant à l'Université d'été de l'Asset Management de Paris Dauphine et exclusivement conçu à des fins d'information. Les informations visées dans ce document sont en effet seulement fournies à titre indicatif pour servir de base aux discussions auxquelles il pourrait donner lieu ou aux questions qu'il pourrait susciter. Ce document doit rester strictement confidentiel. Le destinataire ne peut pas divulguer le document ni une partie de son contenu, notamment à tout investisseur potentiel, sans l'accord écrit préalable de LFIS ou LFB. Ce document ne constitue ni une proposition, ni un élément contractuel, ni un conseil, une recommandation ou une incitation à un investissement quelconque, ni une offre ou une sollicitation pour souscrire à un (ou des) produit(s) géré(s) et/ou conseillé(s) par LFGIS ou à tout autre produit ou stratégie d'investissement mentionné dans ce document. LFGIS n'est lié par aucun engagement ni aucune obligation vis-à-vis de l'un quelconque des investisseurs potentiels. Ce document ne représente pas une opinion en matière d'investissement, un avis juridique ou fiscal. La responsabilité de LFIS comme de LFB ne saurait être engagée par une prise de décision sur la base de ce document et des informations qu'il contient. Par ailleurs, LFIS et/ou LFB décline toute responsabilité eu égard à ces informations et notamment s'agissant de toute déclaration expresse ou implicite figurant dans ce document ou d'une quelconque omission d'information ou encore des données provenant de sources externes au Groupe La Française ou encore de l'utilisation ou du recours qu'il pourrait être fait de ce document. Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont partielles. Elles peuvent être subjectives et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. LFIS et/ou LFB ne prévoit pas et n'est en aucun cas obligé de mettre à jour les informations figurant dans ce document. Les schémas utilisés dans le document n'ont qu'un objectif d'illustration. Les données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées. Les chiffres cités ont trait aux années ou aux mois écoulés. Les chiffres peuvent se référer à des simulations des performances passées. Ces simulations comme les performances passées, qui ne sont pas constantes dans le temps, ou les prévisions ne constituent pas un indicateur fiable quant aux performances futures et ne préjugent pas des performances futures..



LA FRANÇAISE

investing together

Depuis 40 ans, le Groupe La Française développe des expertises spécifiques d'Asset Management pour compte de tiers. Ancrée sur quatre pôles d'activité – Valeurs Mobilières, Immobilier, Solutions d'Investissements et Financement Direct de l'Économie – La Française déploie son modèle multi-affiliés auprès d'une clientèle institutionnelle et patrimoniale, tant en France qu'à l'international.

Forte de ses 530 collaborateurs, La Française gère près de 53 milliards d'euros d'actifs à travers ses implantations à Paris, Francfort, Hong Kong, Londres, Luxembourg, Madrid et Milan.

En tant qu'acteur responsable et par une approche de long terme, le Groupe intègre les défis de demain pour forger ses convictions d'aujourd'hui.

Tout en bénéficiant d'une totale indépendance dans l'exercice de ses métiers, La Française possède un actionnariat solide et original combinant la présence d'un actionnaire bancaire de référence, le Crédit Mutuel Nord Europe, et celle des dirigeants et salariés du Groupe.

GROUPE LA FRANÇAISE

128, BOULEVARD RASPAIL 75006 PARIS – FRANCE

WWW.LAFRANCAISE-GROUP.COM

480 871 490 RCS PARIS

TÉL. +33 (0)1 44 56 10 00

FAX +33 (0)1 44 56 11 00