

Troisième principe

Les facteurs de risque déterminent les rendements : le modèle des trois facteurs de Fama-French

Par Keith Matthews, adapté par Laurent Wermenlinger

Vous êtes maintenant familiers avec la gestion des classes d'actifs et la théorie moderne de gestion du portefeuille, ainsi qu'avec les bénéfices qu'elles peuvent vous procurer. Prochaine question : comment mettre en œuvre ces principes dans la gestion de votre portefeuille? De nouveau, tournons-nous vers les grands chercheurs universitaires pour faire la lumière sur cette difficile question.

En juin 1992, Eugène Fama, de l'Université de Chicago, et Kenneth French, du Collège de Dartmouth, ont publié une étude dont les conclusions sont éloquentes. Dans cette dernière, intitulée « The Cross Section of Expected Stock Returns », ils identifient trois facteurs déterminant les risques d'un portefeuille et par conséquent les rendements espérés.

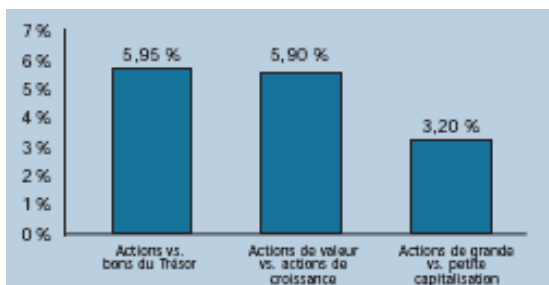
Leur analyse des sources de risque des investissements et des rendements a provoqué une refonte de la théorie moderne du portefeuille. Ce faisant, elle a permis de mieux comprendre les facteurs déterminant la performance d'un portefeuille. Le modèle Fama-French révolutionne en effet la construction et l'analyse du portefeuille basé sur la gestion des classes d'actifs et constitue, par le fait même, un outil essentiel et indispensable pour l'analyse d'un portefeuille et la répartition de ses actifs.

Le modèle des trois facteurs de risque

- **Le marché :** Les actions de compagnies ont des rendements espérés (ainsi que des risques) plus élevés que les obligations.
- **La taille :** Les actions de petites compagnies (petite capitalisation) ont des rendements espérés (ainsi que des risques) plus élevés que les actions de grandes compagnies (grande capitalisation).
- **Le prix :** Les actions de compagnies dont le prix est sous-évalué (dites de valeur) ont des rendements espérés (ainsi que des risques) plus élevés que les actions de compagnies dites de croissance et dont le prix est élevé.

En fait, le fait que les actions de compagnie soient plus risquées que les obligations ne constitue pas en soi la grande découverte de l'heure. Ce qui n'est toutefois pas bien connu, c'est que les actions de petites compagnies déclassent régulièrement en performance les actions de grandes compagnies. Il en va de même pour les actions de type valeur versus celles de type croissance. Le modèle des trois facteurs de risque peut être utilisé pour expliquer jusqu'à 96 % du rendement moyen historique des avoirs.

Le modèle des trois facteurs de risque : Rendement supplémentaire de chaque facteur



Taux de rendement annuel moyen : 1964-2001, marché des États-Unis.

Données sur les actions, gracieuseté de Fama-French. Données sur les obligations, gracieuseté de © Stocks, Bonds, Bills and Inflation Yearbook™, Ibbotson Associates, Chicago (mise à jour annuelle réalisée par Roger C. Ibbotson et Rex A. Sinquefeld).

L'action qui consiste à investir peut donc se définir comme étant une série de décisions qui détermineront dans quelle mesure le portefeuille sera influencé par les trois facteurs de risque. Plus le portefeuille se soumet aux effets des trois risques mentionnés, plus le rendement espéré augmente.

- Les investisseurs ne peuvent obtenir de meilleurs rendements sans prendre plus de risques.
- Le risque total du portefeuille (et donc son rendement espéré) est le facteur le plus important à considérer lors de l'élaboration de la politique de placement (le plan directeur des investissements).

Le coût du capital explique votre ratio risque/rendement

Le modèle des trois facteurs de risque peut être expliqué par la structure de coût en capital d'une société par actions. Les petites compagnies sont plus à risque que les grandes et ont par conséquent un coût en capital plus élevé. Tel est le cas lorsque les petites sociétés doivent emprunter à la banque : elles doivent payer des taux généralement plus élevés pour compenser le risque pris par le banquier. Cela devrait être le même phénomène lorsqu'elles émettent de nouvelles actions. Les petites compagnies devraient, à long terme, fournir aux investisseurs des taux de rendement supérieurs à ceux des grandes compagnies.

D'une façon similaire, les compagnies devenues impopulaires ou oubliées des analystes, et présentant des bilans pas toujours reluisants, présentent plus de risques que les compagnies affichant une forte croissance. Le coût en capital de ces compagnies impopulaires, identifiées sous le terme de valeur, devrait être plus élevé que les compagnies dites de croissance et fournir à long terme de plus importants rendements.

En conclusion

Les trois principes de l'investissement dont nous venons de parler représentent les composantes clés d'une solution générale à la problématique de l'investissement. Utilisés ensemble, ils contribuent structure, connaissance, rigueur et un système de convictions permettant d'établir les fondations indispensables pour vivre une expérience positive de placement.



Nous explorerons dans les prochains articles l'investissement dans les petites compagnies et les sociétés dites de valeur, et nous discuterons des méthodes pour équilibrer les risques et les rendements. Vous y découvrirez ainsi comment l'utilisation de ces stratégies fait de votre succès en matière de placement une question de probabilité mathématique.