

Réservé aux investisseurs professionnels

# ALLOCATION À LA GESTION THÉMATIQUE

## Une thèse pour les investisseurs institutionnels



Octobre 2021



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

L'investisseur durable  
d'un monde  
qui change

## SOMMAIRE

---

Introduction - Allocation à la gestion thématique	03
Qu'est-ce que la gestion thématique ?	04
La gestion thématique s'intéresse-t-elle exclusivement aux entreprises de croissance ?	06
L'investissement thématique consiste-t-il simplement à parier sur une industrie ou un secteur donné ?	08
Confusion facile entre gestion thématique, gestion ESG et gestion à long terme	11
Quel est l'intérêt de la gestion thématique ?	13
Allocation à la gestion thématique	14
Comprendre ce qui se cache derrière chaque thème	15
Comment cela fonctionne-t-il en pratique ?	16
Allocation à la gestion thématique	18
Exposition des placements thématiques aux facteurs de risque traditionnels	19
Allocation d'actifs stratégique à la gestion thématique	21
Conclusions	26

**Note aux lecteurs :** Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans le présent document n'engagent que leurs auteurs et couvrent un horizon de 6 à 12 mois. Elles sont valables au 31 août 2021, se fondent sur les données disponibles et peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. Les différentes équipes de gestion de portefeuille peuvent avoir des opinions divergentes et prendre des décisions d'investissement différentes en fonction des clients. Le présent document ne constitue ni un conseil en investissement ni une invitation à vendre ou acheter des actions ou d'autres titres.

# INTRODUCTION

## ALLOCATION À LA GESTION THÉMATIQUE



Dans cet article, on présente la notion de thème comme une dimension de gestion supplémentaire, au-delà des classes d’actifs, des régions, des secteurs et des styles. On propose aussi un cadre d’allocation d’actifs stratégique en intégrant l’investissement thématique.

L’objectif de la gestion thématique est de fournir un moyen d’investir dans des actifs dont les rendements seront fortement impactés par les changements structurels sous-jacents de différents thèmes.

Ces changements sont liés aux méga-tendances qui façonnent le futur de nos sociétés. Il peut s’agir d’évolutions démographiques, de changements sociaux ou comportementaux, d’événements environnementaux, de la raréfaction des ressources, de déséquilibres économiques, de transferts de pouvoir, de progrès technologiques ou d’évolutions réglementaires et politiques.

L’allocation thématique exige de la discipline, car la gestion thématique n’est pas seulement exposée à un thème donné, mais aussi aux facteurs de risque traditionnels.

Notre approche de l’allocation thématique s’appuie sur un dispositif d’optimisation robuste des portefeuilles, qui tient compte des rendements excédentaires attendus de l’exposition au thème, mais aussi de l’exposition aux facteurs de risque traditionnels. Un exemple d’incorporation de la gestion thématique qui cible la transition énergétique, la durabilité environnementale, l’innovation dans le domaine de la santé, l’innovation dans le domaine de la consommation et les technologies de rupture dans un portefeuille multi-actifs traditionnel est fourni à titre d’illustration.

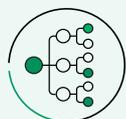
# QU'EST-CE QUE LA GESTION THÉMATIQUE ?

---

Les investisseurs catégorisent habituellement leurs univers d'investissement en fonction des différentes classes d'actifs : obligations souveraines, obligations d'entreprises, actions ou autres.

Dans chacune de ces classes, ils distinguent généralement entre les régions et les secteurs et cette classification est intégrée dans la construction des portefeuilles. En effet, les investisseurs cherchent à diversifier leurs placements en fonction des classes d'actifs, car cela permet une réduction significative du risque de pertes importantes, dans la mesure où chaque classe d'actifs peut réagir différemment aux conditions du marché et aux variations de l'environnement économique.

Les investisseurs s'efforcent en outre de diversifier les secteurs et les régions au sein de chaque classe d'actifs, car cela permet d'atténuer les risques systématiques liés aux facteurs impactant les rendements des actifs dans les différents secteurs et régions.



**Des facteurs de style peuvent également être utilisés,** notamment pour les actions, mais aussi pour les obligations d'entreprises et parfois pour d'autres classes d'actifs.



**Le value,** par exemple, caractérise les actifs dont on pense qu'ils se négocient avec une décote par rapport à leur valeur fondamentale respective.



**Le momentum,** un autre style, permet de distinguer les actifs en fonction des tendances de leurs prix ou de leurs valeurs fondamentales.

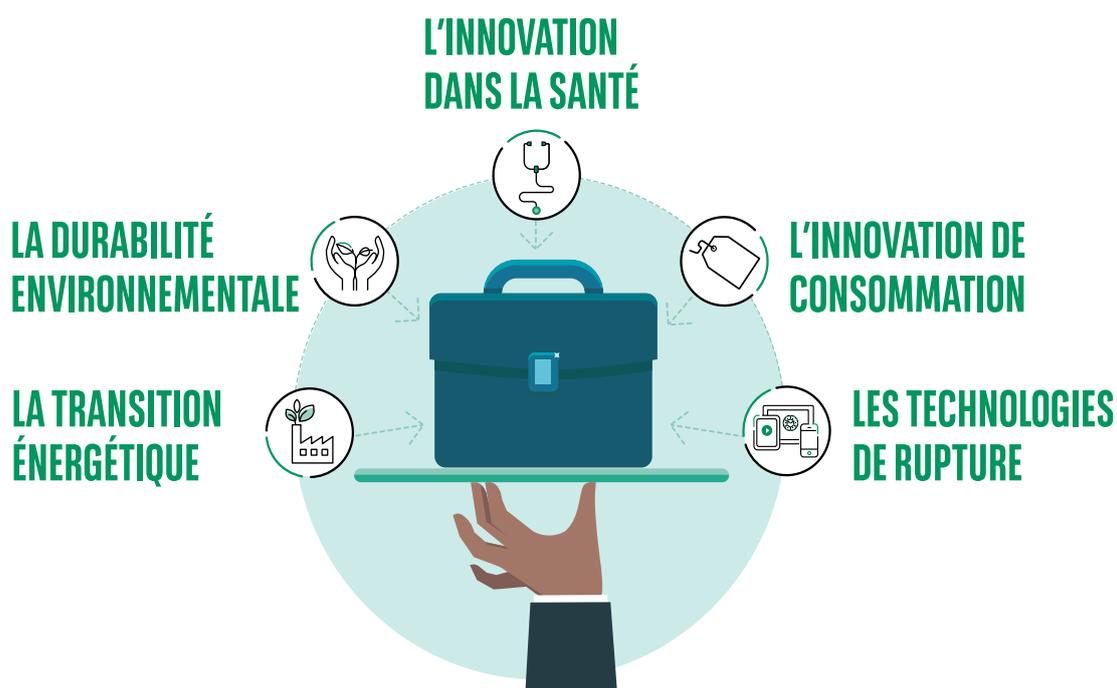
Le recours aux facteurs de style se justifie par le fait qu'ils permettent d'expliquer une partie de la corrélation des rendements des actifs identifiés par leurs facteurs sous-jacents.

La gestion thématique ajoute une nouvelle dimension à ces classifications. Les thèmes correspondent à des tendances structurelles dont on s'attend à ce qu'elles aient un impact significatif sur les économies et qu'elles entraînent une redéfinition des modèles économiques. Il est donc logique de s'attendre à ce que les thèmes jouent un rôle dans la détermination des rendements et des risques liés aux actifs les plus exposés à ces tendances structurelles.

Toutefois, les thèmes n'ont pas tous la même importance et la gestion thématique ne se limite pas à une simple opportunité attractive. L'objectif de la gestion thématique est d'identifier les actifs dont les rendements seront impactés par les changements structurels qui sous-tendent un thème donné.

Ces changements sont la conséquence des méga-tendances qui modèlent la société. Les évolutions démographiques, les changements sociaux ou comportementaux, les événements environnementaux, la raréfaction des ressources, les déséquilibres économiques, les transferts de pouvoir, les progrès technologiques ou encore les évolutions réglementaires et politiques sont autant d'exemples de ces méga-tendances.

Les thèmes d'investissement visent à transformer ces méga-tendances en opportunités d'investissement pertinentes. La présente étude se penche sur cinq de ces thèmes, les deux premiers concernant l'investissement durable et les trois autres l'innovation et les ruptures :



Au départ, les portefeuilles thématiques se concentraient essentiellement sur les actions. On observe toutefois une tendance de plus en plus marquée à élargir la gestion thématique aux obligations, voire à l'ensemble des classes d'actifs (voir par exemple Greenwich, 2021).

La gestion thématique transcende les classes d'actifs, les secteurs, les régions et les styles.

Dans les exemples proposés, nous considérerons le thème de la durabilité environnementale traité à la fois sous l'angle des actions et des titres obligataires.

# LA GESTION THÉMATIQUE S'INTÉRESSE-T-ELLE EXCLUSIVEMENT AUX ENTREPRISES DE CROISSANCE ?

À CETTE QUESTION POSÉE FRÉQUEMMENT,  
LA RÉPONSE EST NON, POUR DEUX RAISONS :

Tout d'abord, les thèmes ne portent pas nécessairement uniquement sur les actions ou les obligations d'entreprises. À titre d'exemple, certains thèmes peuvent être joués via d'autres actifs comme les infrastructures publiques.

Deuxièmement, même lorsqu'il s'agit d'actions ou d'obligations d'entreprises, il ne s'agit pas nécessairement d'investir uniquement dans des sociétés de croissance.

## LE CYCLE DE VIE DES ENTREPRISES

Les entreprises naissent et disparaissent. Les entreprises novatrices et disruptives peuvent l'être dès l'origine, mais être une start-up n'est pas un pré-requis : il peut en effet, s'agir d'entreprises bien établies qui se réinventent.

La phase novatrice ou disruptive du cycle de vie d'une entreprise se caractérise par une faible demande pour ses produits et des coûts de démarrage conséquents. Les entreprises qui parviennent à survivre à cette première étape traversent ensuite une phase de croissance, marquée au départ par la faiblesse de la concurrence et une explosion de leur chiffre d'affaires.

Vient ensuite une phase de croissance, au cours de laquelle le caractère innovant des produits s'estompe et où débute l'innovation au niveau des processus. Au fil du temps, le nombre de concurrents augmente, la croissance ralentit et, finalement, les économies d'échelle sont réalisées, obligeant les petits acteurs à se faire racheter ou à se retirer purement et simplement du marché. Les survivants atteignent alors leur phase de maturité.



À ce stade, la croissance et le rendement des capitaux propres deviennent tout à fait ordinaires, la part de marché et les flux de trésorerie devenant les principaux objectifs des entreprises survivantes. En effet, le pouvoir des consommateurs augmente, car les capacités de production sont désormais susceptibles d'excéder la demande.

En revanche, le pouvoir des fournisseurs diminue à mesure que l'augmentation des volumes se traduit par un risque plus élevé de perte de gros clients.

Pendant la phase de maturité, la menace de nouveaux substituts augmente. La concurrence est désormais féroce. Or, lorsque la concurrence est intense, les prix ont tendance à baisser, ce qui menace la rentabilité.

Les entreprises arrivées à maturité qui ne parviennent pas à s'adapter ou à se réinventer terminent ce cycle par une phase finale de déclin. Ce phénomène se caractérise généralement par une baisse de la croissance et des revenus à mesure que la demande se déplace vers des produits de substitution ou vers de nouveaux produits.

Les acteurs les plus faibles se retirent du marché, ce qui a pour effet d'intensifier la rivalité entre ceux qui restent.

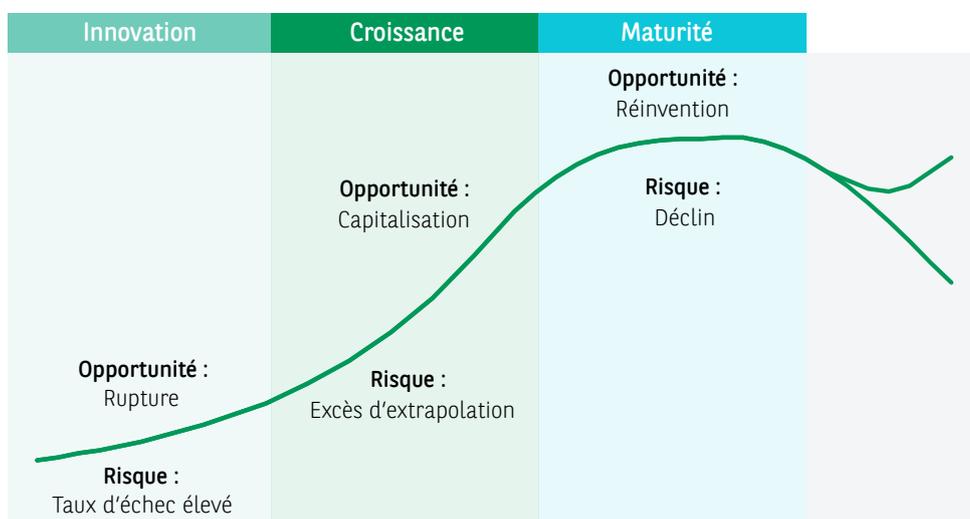
En définitive, les gagnants sont ceux qui parviennent à gérer ce déclin, le transformant en source de revenus en générant des performances attractives grâce au faible niveau des dépenses d'investissement.

La gestion thématique peut s'intéresser à des entreprises à tous les stades de leur cycle de croissance. En effet, certains thèmes peuvent être davantage liés aux ruptures par l'innovation, par exemple les technologies de rupture, impliquant principalement des petites capitalisations de croissance.

D'autres thèmes, tels que les modes de consommation innovants, pourraient voir un éventail bien plus large d'entreprises prendre le leadership.

**Le plus important lors de la sélection d'entreprises exposées à un thème donné, c'est que la part de leur activité dédiée à ce thème soit réellement significative. Cela signifie qu'une part importante de leurs bénéfices doit provenir de la vente de produits ou de services en rapport avec ce thème.**

### Illustration 1 : Le cycle de vie des entreprises



# L'INVESTISSEMENT THÉMATIQUE CONSISTE-T-IL SIMPLEMENT À PARIER SUR UNE INDUSTRIE OU UN SECTEUR DONNÉ ?

---

**ICI ENCORE, LA RÉPONSE EST NON.**

Le modèle des cinq forces de Porter, proposé initialement par Michael Porter (1979), est un outil permettant d'évaluer le degré de compétitivité des différents secteurs.

Il permet aux entreprises qui souhaitent faire leur entrée dans ce secteur d'évaluer à quel point il leur sera facile de réaliser des bénéfices élevés.

Les secteurs fortement concurrentiels offrent généralement des marges bénéficiaires plus faibles, car la concurrence entraîne des niveaux d'efficacité élevés.

A contrario, il est plus facile de dégager une rentabilité élevée dans des secteurs moins concurrentiels. Générer des bénéfices élevés dans des secteurs concurrentiels, même si ce n'est pas impossible, exige une compréhension bien plus approfondie du secteur et suffisante pour le perturber.

## **LA PREMIÈRE FORCE DU MODÈLE DE PORTER EST LA MENACE DES NOUVEAUX ENTRANTS**

Les barrières à l'entrée limitent la concurrence. Elles peuvent prendre la forme d'économies d'échelle, de besoins en capitaux, de coûts élevés, d'accès aux canaux de distribution ou de politiques et réglementations gouvernementales.

La technologie et la numérisation peuvent éliminer de telles barrières, souvent en les contournant et en créant des ruptures. En revanche, les modes de gestion comme l'intégration verticale peuvent considérablement renforcer ces barrières en créant de nouvelles économies d'échelle.

## **LA DEUXIÈME FORCE EST LA MENACE DES SOLUTIONS DE SUBSTITUTION**

Une abondance de produits ou de services de substitution capables d'atteindre le même objectif en répondant aux besoins des consommateurs renforce la concurrence au sein des secteurs.

### **LA TROISIÈME FORCE EST LE POUVOIR DE NÉGOCIATION DES CONSOMMATEURS**

Plus le pouvoir des consommateurs est grand, plus la concurrence sectorielle est élevée.

Les consommateurs ont un pouvoir de négociation si, par exemple, ils achètent en grandes quantités, s'ils achètent des produits ou services standards ou peu différenciés, si l'avantage acquis est faible (ce qui les incite à réduire leurs coûts d'achat) ou s'ils achètent des produits ou services qui ne permettent pas de réaliser des économies.

### **LA QUATRIÈME FORCE EST LE POUVOIR DE NÉGOCIATION DES FOURNISSEURS**

Plus le pouvoir de négociation des fournisseurs est élevé, plus la concurrence sectorielle est élevée. Les fournisseurs peuvent exercer un pouvoir de négociation en augmentant les prix ou en réduisant la qualité des biens et services achetés.

Plus le nombre des fournisseurs est faible, plus la concurrence sectorielle est élevée.

Une offre de produits uniques avec un coût de remplacement élevé donne également du pouvoir aux fournisseurs.

### **THE FIFTH AND FINAL FORCE IS COMPETITIVE RIVALRY**

La concurrence au sein d'un secteur tend à être plus intense si de nombreuses entreprises de taille et de puissance à peu près équivalentes sont en concurrence les unes avec les autres. La rivalité entre concurrents est également plus prononcée dans les secteurs à croissance lente, plus propices aux luttes de dominance.

Les coûts fixes élevés et les barrières à la sortie importantes contribuent également à une plus grande rivalité, tout comme les situations où les produits ou services sont menacés, ce qui peut réduire le pouvoir de fixation des prix.

**Illustration 2 :**  
**Modèle des cinq forces de Porter**

---



Les thèmes peuvent être articulés autour d'avantages concurrentiels qui répondent aux cinq forces du modèle de Porter.

En d'autres termes, un thème peut favoriser un sous-secteur ou un groupe d'entreprises capables de révolutionner un secteur grâce à un avantage de coût ou de taille, ou grâce à de nouveaux produits ou services (en particulier si ceux-ci exigent des brevets ou des licences).

Tout ce qui peut donner à un groupe d'entreprises un avantage sur leurs pairs du secteur ou transformer des secteurs entiers peut être utile pour l'identification de thèmes.

Au cours des dernières années, la mondialisation, les tendances en matière de réglementation/déréglementation, la numérisation et l'innovation sont des exemples d'évolutions qui ont joué un rôle important dans la modification des rapports de force.

# CONFUSION FACILE ENTRE GESTION THÉMATIQUE, GESTION ESG ET GESTION À LONG TERME



Il est également important de faire la distinction entre la gestion thématique, la gestion tenant compte des considérations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) et la gestion à long terme.

La gestion thématique se concentre en principe sur des tendances qui se matérialisent à moyen ou à long terme, mais ce n'est pas toujours le cas.

Certains thèmes peuvent évoluer plus rapidement et être intégrés dans les prix du marché plus tôt que d'autres. Il est donc important d'évaluer dans quelle mesure un thème reste effectivement une bonne opportunité d'investissement.

Certains thèmes plus anciens peuvent être arrivés à maturité et il est important de juger dans quelle mesure ils constituent toujours une opportunité d'investissement attractive.

En outre, la granularité des thèmes peut s'avérer importante. En effet, les sous-thèmes peuvent perdre leur pertinence alors que les déterminants du thème principal restent d'actualité et exploitables, mais avec un ensemble différent d'entreprises. Dans de tels cas, une stratégie bottom-up peut s'avérer judicieuse pour l'allocation aux sous-thèmes d'un thème donné.

La gestion thématique est bien plus subtile que la simple recherche d'opportunités sous-évaluées à conserver sur un horizon d'investissement à long terme.

On peut en dire autant en ce qui concerne la gestion thématique par rapport à la gestion ESG, cette dernière n'étant pas nécessairement thématique.

Il existe en effet une différence notable entre les entreprises qui se contentent d'adopter des pratiques durables et celles qui tirent une part importante de leurs revenus de services et de produits liés à des thèmes durables tels que la transition énergétique ou la durabilité environnementale.

Les investisseurs se tournent vers l'ESG pour trouver des investissements qui intègrent des facteurs environnementaux, sociaux ou de gouvernance importants dans le cadre de leur quête de performances financières accrues, ce qui transcende l'investissement thématique.

L'intégration ESG ne vise pas nécessairement un ou plusieurs thèmes durables spécifiques.

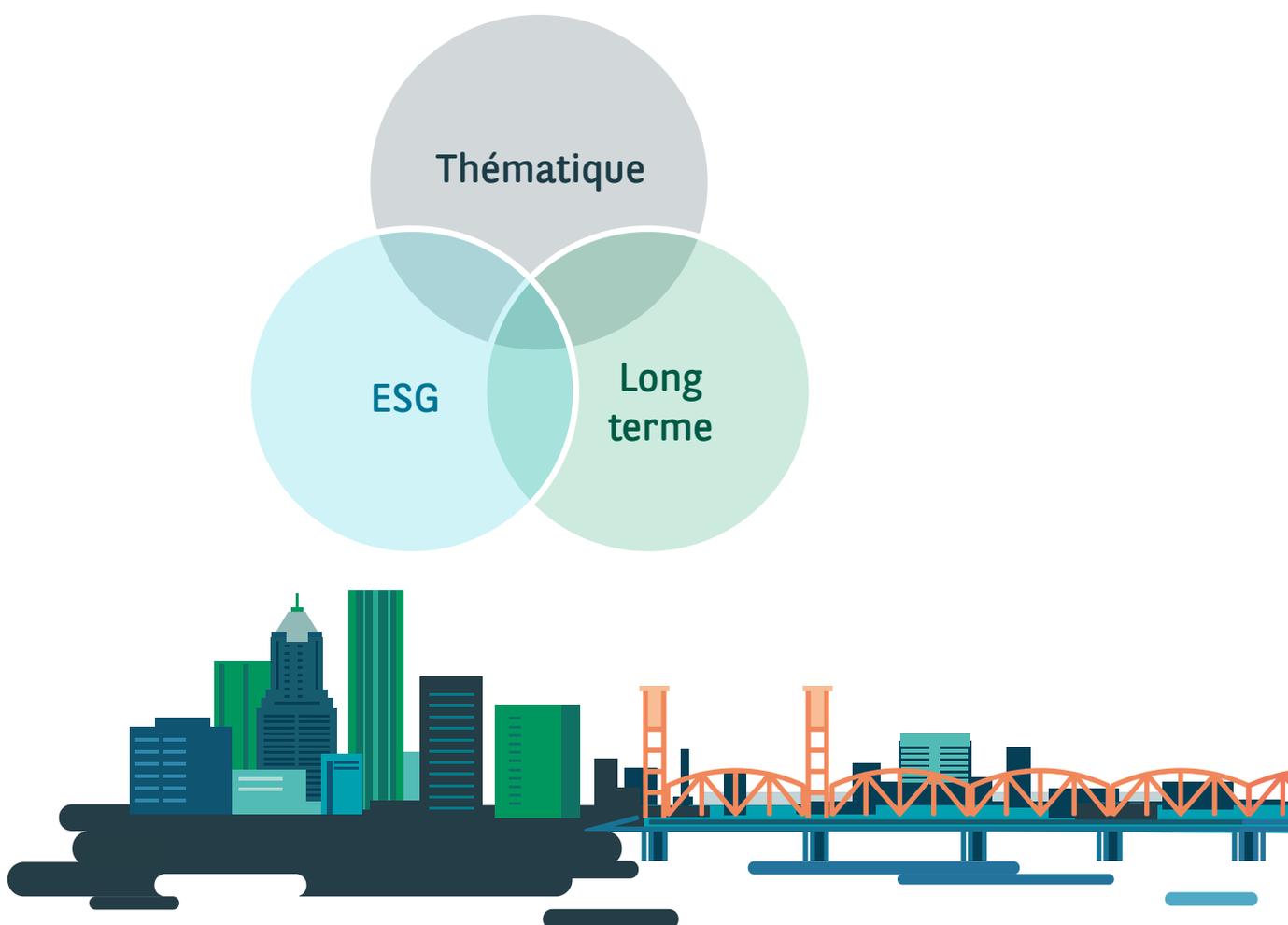
Pour autant, la volonté de promouvoir des changements sociétaux peut également être une raison d'opter pour une gestion thématique. La transition énergétique, cette étape nécessaire pour faire face au changement climatique, qui est peut-être le plus grand défi auquel l'humanité ait jamais été confrontée, en est un bon exemple. Elle a déjà un impact profond sur les systèmes météorologiques et les retombées économiques.



De fait, la gestion d'impact est pour l'essentiel une gestion thématique. Il convient de noter que nous ne considérerions pas l'investissement dans un indice de capitalisation boursière repondéré après exclusion de quelques-uns des plus grands émetteurs de carbone comme un exemple de gestion thématique ou d'impact. Plutôt qu'un investissement dans les leaders de la transition énergétique, une telle approche relèverait davantage d'une simple stratégie d'atténuation du risque climatique visant à limiter les risques de perte liés à la transition vers une économie bas carbone.

L'illustration 3 illustre le chevauchement entre gestion thématique, gestion ESG et gestion à long terme.

**Illustration 3 :**  
Chevauchement des gestions ESG, à long terme et thématiques



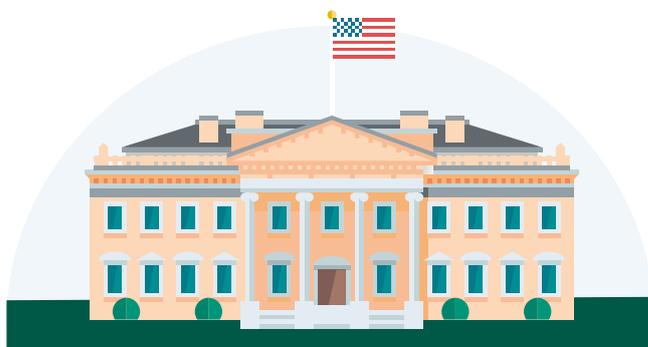
# QUEL EST L'INTÉRÊT DE LA GESTION THÉMATIQUE ?

---

Dans un article de recherche influent, Bessembinder (2017) compare la performance des actions américaines (dans la base de données du Center for Research in Security Prices entre 1926 et 2016) aux obligations du Trésor américain.

Bon nombre de personnes trouveraient probablement surprenant que les rendements individuels de la plupart des actions ordinaires américaines achetées pour être conservées soient inférieures à ceux des obligations du Trésor américain avec un mois de maturité sur les mêmes périodes d'investissement.

Il est pourtant bien connu qu'un indice de référence général des marchés actions surperforme largement les obligations du Trésor américain. L'explication de ce paradoxe tient à l'asymétrie des rendements des actions. En effet, les rendements des indices de référence des marchés actions sont générés en grande partie par une poignée d'actions. Cette asymétrie s'explique en partie par le fait que certaines entreprises sont mieux placées pour tirer pleinement parti des transformations de la société.



La gestion thématique permet aux investisseurs de se concentrer sur les actifs bien positionnés pour profiter des changements transformateurs, en identifiant les champions actuels et futurs de chaque tendance.

Ces champions devraient bénéficier d'un impact surdimensionné de la création de valeur.

Le revers de la médaille est que les investisseurs qui se positionnent sur un thème peuvent se voir contraints d'accepter des rendements irréguliers à court terme dans des portefeuilles moins diversifiés, car les rendements exceptionnels sont bien moins fréquents et surviennent de manière impromptue.

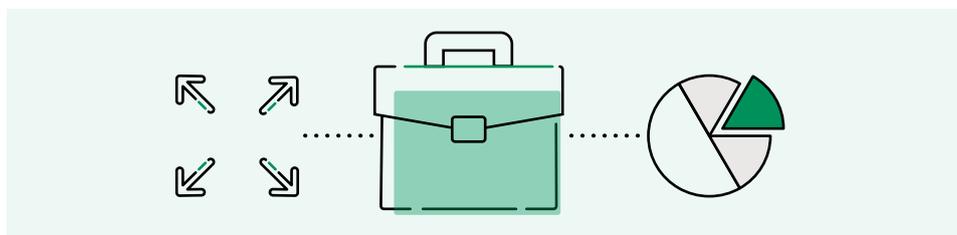
Par ailleurs, une conséquence de cette concentration accrue et de cette diversification moindre est généralement un risque plus élevé (bien que l'un des avantages des portefeuilles thématiques soit leur tendance à éviter les entreprises perturbées/en déclin en raison du thème en question). La construction de portefeuille devient un élément important lorsqu'il s'agit d'intégrer la gestion thématique dans un portefeuille plus large.

# ALLOCATION À LA GESTION THÉMATIQUE

---

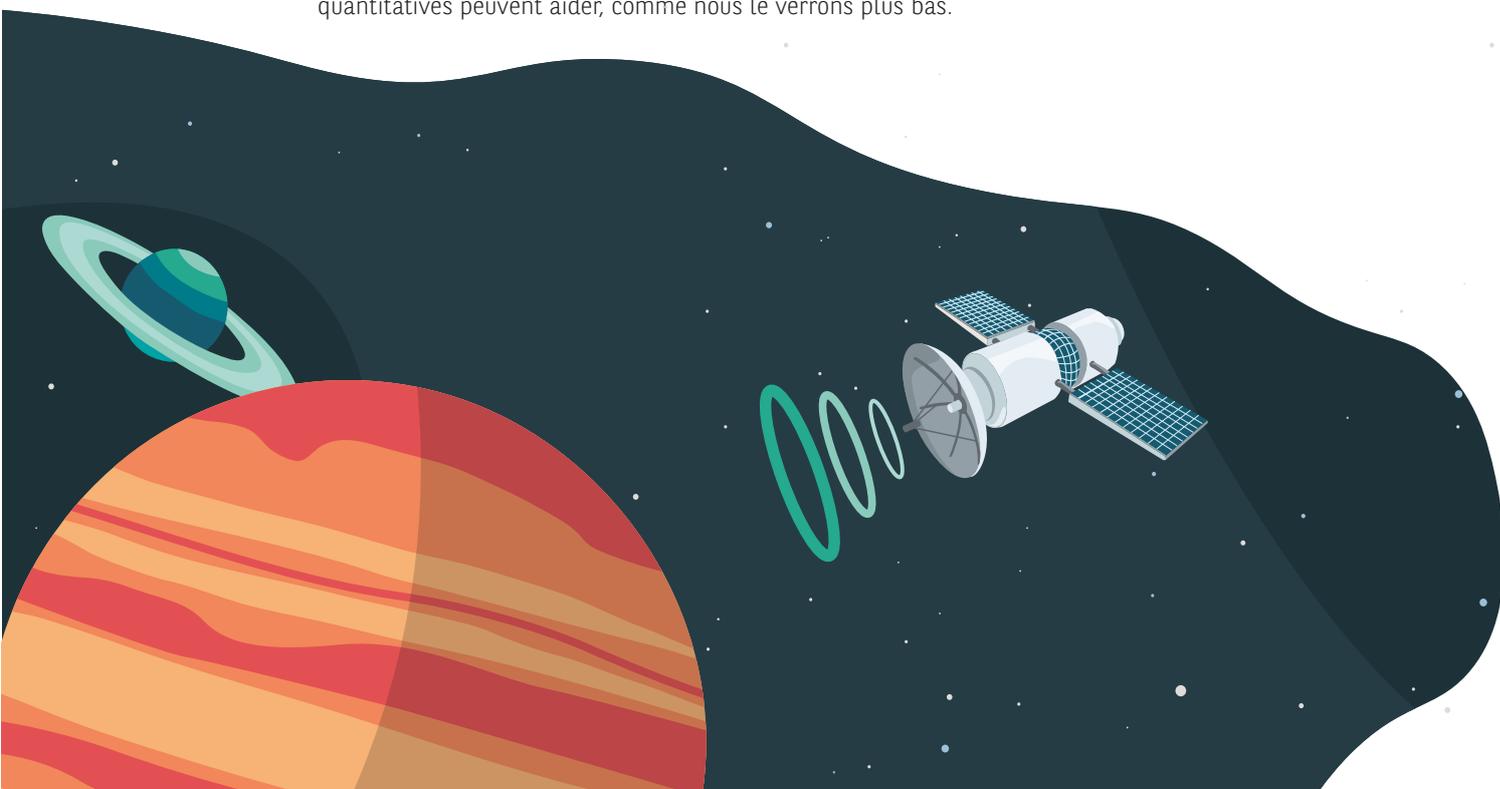
La gestion thématique peut s'avérer attractive, mais comment l'intégrer dans un portefeuille ?

Il n'existe pas de réponse unique à cette question, car plusieurs paramètres entrent en ligne de compte, tels que la taille et le niveau de diversification du portefeuille.



L'approche la plus simple consiste à s'appuyer sur un dispositif cœur-satellite, en intégrant la poche thématique au satellite. Cette solution est adaptée à la plupart des investisseurs, en particulier aux grands portefeuilles investissant dans des thèmes à capacité limitée, ou aux petits investisseurs qui préfèrent limiter leur allocation active à la gestion thématique.

Quoi qu'il en soit, pour procéder efficacement, il est important d'étudier l'impact de l'intégration de la poche thématique sur les caractéristiques de risque et de rendement du portefeuille d'ensemble. Il est donc préférable (et plus simple) d'intégrer la gestion thématique directement à l'allocation globale. Pour ce faire, il est nécessaire de bien appréhender le profil de risque et de rendement escompté de chaque engagement thématique, ainsi que son interaction avec les autres placements. Bien que cela ne soit pas toujours facile, les approches quantitatives peuvent aider, comme nous le verrons plus bas.



# COMPRENDRE CE QUI SE CACHE DERRIÈRE CHAQUE THÈME

Une allocation à la gestion thématique exige une compréhension approfondie de la manière dont celle-ci interagit avec les autres investissements. Si la gestion thématique est élaborée à partir de placements en actions et en obligations, ses rendements attendus, son risque et ses corrélations peuvent être déduits à partir de :



**SON EXPOSITION AUX ACTIFS TRADITIONNELS**



**UNE COMPOSANTE SPÉCIFIQUE SUPPLÉMENTAIRE LIÉE AU THÈME**

En d'autres termes, il convient d'examiner dans quelle mesure les placements thématiques apportent quelque chose de nouveau en plus de leur exposition aux actifs traditionnels. C'est là tout ce qui est nécessaire pour intégrer la gestion thématique dans notre processus d'allocation d'actifs stratégique.



# COMMENT CELA FONCTIONNE-T-IL EN PRATIQUE ?

---

Les thèmes les plus courants peuvent généralement être représentés par un indice de référence thématique existant, par exemple ceux proposés par les fournisseurs d'indices standards. Ces indices sont souvent utilisés comme indices de référence à surperformer par les OPCVM thématiques en gestion active.

Parfois, ces indices sont également répliqués par des fonds indiciels cotés (ETF). Les indices de référence thématiques sont donc un bon point de départ.

Toutefois, si ces derniers présentent l'avantage de la standardisation, la dispersion des rendements des investissements en lien avec un thème peut être importante. Ceci est dû au fait qu'il y a moins de consensus quant aux actifs à intégrer dans un portefeuille représentant le thème qu'il n'y en a pour les indices géographiques, sectoriels ou même factoriels.



**UNE SOLUTION CONSISTE À UTILISER DES INDICES DE RÉFÉRENCE DE PLUSIEURS FOURNISSEURS D'INDICES POUR UN MÊME THÈME.**



**UNE AUTRE POSSIBILITÉ EST DE S'APPUYER SUR LES SÉRIES TEMPORELLES DES RENDEMENTS DES FONDS SÉLECTIONNÉS POUR INVESTIR DANS UN THÈME DONNÉ, EN LES COMBINANT POUR OBTENIR UNE SÉRIE DE RENDEMENTS REPRÉSENTATIVE.**

Enfin, pour les thèmes liés à des secteurs spécifiques de l'économie, il n'est pas rare de voir des fonds thématiques se référer uniquement à un indice sectoriel pertinent. Dans ce cas, il est important d'évaluer la valeur ajoutée qu'on peut espérer générer à partir d'une sélection orientée en faveur des entreprises les plus exposées au thème.

Lorsque plusieurs indices ou fonds sont utilisés, des algorithmes d'apprentissage automatique tels que les régressions de Lasso peuvent être employés pour sélectionner et combiner efficacement les rendements de ces fonds en une série temporelle de rendements représentative du thème.

La méthode Lasso (least absolute shrinkage and selection operator) est une technique d'analyse de régression qui effectue à la fois une sélection et une régularisation des variables afin d'améliorer la précision de la prédiction et la capacité d'interprétation du modèle statistique obtenu. La régularisation est un processus qui consiste à ajouter des informations afin d'éviter un surajustement ou pour résoudre un problème mal posé (pour en savoir plus sur les régressions Lasso, voir Glen S. (2015)).

Une fois que la série temporelle des rendements représentant un thème est créée, il est possible d'évaluer sa relation avec les autres actifs sélectionnés pour le portefeuille. Ceci est important pour savoir quels investissements du portefeuille doivent être revus à la baisse afin d'assurer une allocation efficace à la gestion thématique.

Par exemple, pour allouer 10 % d'un portefeuille multi-asset au thème de l'innovation en matière de santé, il est nécessaire d'identifier les actifs dont l'allocation doit être réduite pour faire de la place à ce fonds thématique et pour en déterminer l'impact sur le profil de risque et de rendement du portefeuille final. Pour ce faire, il convient d'estimer l'exposition des séries temporelles de rendements représentant le thème à un ensemble fixe actifs de cœur (par exemple, les actions régionales, les obligations souveraines et les obligations d'entreprise).

L'exposition prévisionnelle des thèmes aux actifs de cœur peut être considérée à sa valeur nominale. En revanche, l'alpha thématique prévisionnel, dérivé à partir du modèle, nécessite un examen plus approfondi, car il est basé sur des données passées, alors que la valeur d'un thème en tant qu'investissement est orientée vers l'avenir.

Le tableau 1 illustre un examen des indices de référence classiques utilisés dans de nombreux domaines thématiques. La troisième colonne du tableau montre le bêta de ces indices de référence par rapport à l'indice de marché global.

L'indice MSCI World a été choisi pour les fonds actions et l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate pour les fonds obligataires.

Certains des indices de référence, tels que ceux utilisés pour les technologies de rupture et l'innovation dans le domaine de la consommation ont un bêta supérieur à 1, tandis que d'autres, comme celui utilisé pour la santé, ont un bêta inférieur à 1. Il est important d'en tenir compte lors de la détermination des rendements attendus et de la construction du portefeuille final.

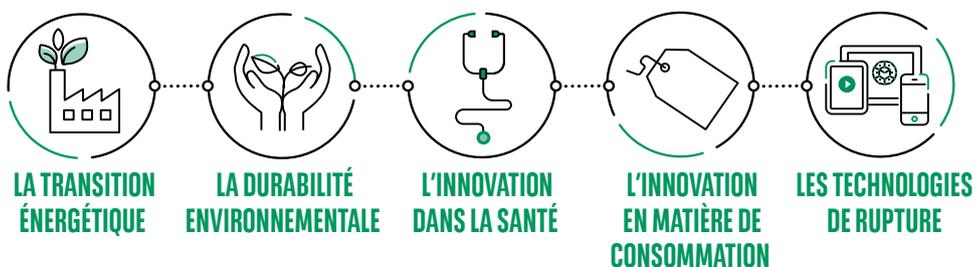
**Tableau 1 :**  
Indices de référence couramment utilisés dans les fonds thématiques et leur bêta par rapport à l'indice de marché global.

Thème	Indice de référence	Bêta par rapport à l'indice global*
Transition énergétique	MSCI World Climate Change CTB Select Low Carbon 100 Europe	0,98
Durabilité environnementale (obligations)	MSCI AC Asia x-Japan ESG Leaders ECPI Circular Economy Leaders MSCI World SRI	0,97
Durabilité environnementale (actions)	MSCI Global Green Bond	0,98
Innovation santé	MSCI World Health Care	0,74
Innovation de consommation	MSCI World Consumer Discretionary	1,15
Technologies de rupture	Nasdaq CTA AI NTR Morningstar Exponential Tech	1,24

\*Indice MSCI World pour les actions et Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate pour les obligations.  
Source : Bloomberg, FactSet, MSCI, Standard & Poor's, Stoxx et BNP Paribas Asset Management.

# ALLOCATION À LA GESTION THÉMATIQUE

Cette section est dédiée à l'analyse d'allocation à la gestion thématique via un exemple. Ce dernier est construit à partir de cinq thèmes :



Chacun thème est représenté par un ou plusieurs fonds. Le thème de la durabilité environnementale est représenté par des fonds actions et obligataires tandis que les autres thèmes ne sont représentés que par des fonds actions.



# EXPOSITION DES PLACEMENTS THÉMATIQUES AUX FACTEURS DE RISQUE TRADITIONNELS



La première étape d'une allocation à la gestion thématique est la sélection d'instruments permettant d'investir dans ces thèmes, le plus souvent des fonds communs de placement ou des ETF exposés à ces thèmes.

Le tableau 1 présente les indices de référence de ces thèmes qui seront utilisés dans les exemples. La série temporelle des rendements de chaque thème, basée sur les rendements de ces indices de référence, est utile pour étudier l'exposition du thème aux facteurs de risque traditionnels.

Le tableau 2 montre l'exposition de ces indices de référence aux six facteurs d'un modèle de risque pour l'allocation d'actifs stratégique.

Lorsque plusieurs indices de référence sont utilisés pour un thème donné, ceux-ci sont équipondérés.

Le premier facteur, le risque de marché, correspond à un portefeuille investi en actifs risqués tels que les actions et les obligations d'entreprises et qui exclut les obligations d'État.

Le deuxième facteur, la durée, reflète une exposition aux actifs sensibles aux taux d'intérêt, notamment les obligations d'État, les obligations d'entreprises et la dette émergente.

Le facteur de marchés émergents/matières premières reflète les expositions aux actifs des marchés émergents et aux matières premières, tandis que les facteurs États-Unis et Asie/Japon reflètent les expositions aux actifs des États-Unis, de l'Asie et du Japon, respectivement.

Ces facteurs ne sont pas corrélés entre eux et sont des combinaisons linéaires d'indices investissables bien connus d'actions, d'obligations et de matières premières. Nous avons utilisé 17 indices de ce type et appliqué le cadre utilisé dans nos recherches récentes (voir, par exemple, notre publication Issaoui et al. 2021).

**Tableau 2 :**

**Exposition des thèmes aux facteurs de risque traditionnels dans un modèle de risque d'allocation d'actifs classique, mesurée en unités de volatilité des rendements. Sur la base de données mensuelles en USD. Estimation du risque de janvier 2003 à mai 2021.**

Thèmes		Actions					Obligations
		Technologies de rupture	Innovation en matière de consommation	Innovation dans le domaine de la santé	Transition énergétique	Durabilité environnementale	Durabilité environnementale
Facteurs de modèle de risque de l'allocation d'actifs	Risque de marché	13,7%	13,1%	9,3%	12,6%	12,9%	1,5%
	Duration	-3,0%	-4,5%	-2,6%	-3,9%	-3,1%	3,5%
	Marchés émergents/mat. premières	1,4%	-2,1%	-0,7%	-2,9%	-1,1%	-0,6%
	Spreads oblig. d'entreprise	3,0%	1,4%	1,6%	1,3%	1,8%	-0,2%
	États-Unis	2,2%	0,6%	1,1%	0,9%	1,3%	-0,5%
	Asie/Japon	-3,3%	-2,0%	-3,7%	-0,2%	-0,4%	-0,2%
Modèle de risque systématique		14,9%	14,3%	10,6%	13,6%	13,5%	3,9%
Modèle de risque spécifique		9,5%	7,1%	8,7%	4,2%	4,9%	1,0%
Risque total		17,7%	15,9%	13,7%	14,3%	14,4%	4,0%

Le facteur risque de marché représente une grande partie du risque total des thèmes qui sous-tendent ces stratégies actions. Par ailleurs, ces stratégies contiennent toutes une petite exposition négative au risque de duration, une petite exposition positive aux spreads de crédit et une petite exposition positive au facteur de risque États-Unis.

Les technologies de rupture, l'innovation dans le domaine de la santé et l'innovation dans le domaine de la consommation présentent également une légère exposition négative au facteur de risque Asie/Japon.

Le thème technologies de rupture présente une petite exposition positive supplémentaire au facteur pays émergents/matières premières, tandis que les autres thèmes présentent une exposition faible, mais négative à ce facteur.

Le thème durabilité environnementale exploré à travers les obligations présente une plus grande exposition au risque de duration et une faible exposition au facteur risque de marché. Les expositions à tous les autres facteurs sont négatives, mais faibles.

Sans surprise, une partie du risque de ces stratégies thématiques s'explique par l'exposition aux facteurs de risque traditionnels du modèle de risque, comme le montre la ligne du risque systématique du modèle dans le tableau 2. Néanmoins, dans les trois cas, le risque non expliqué par les facteurs de risque traditionnels reste important, comme le montre la ligne de risque spécifique au modèle dans le tableau 2.

Pour l'innovation dans le domaine de la santé, environ 40 % de la variance totale des rendements (le carré du risque total) de l'indice de référence du fonds derrière ce thème n'est pas expliquée par les facteurs de risque traditionnels (le carré du risque spécifique du modèle).

Pour l'innovation en matière de consommation, la contribution de la variance spécifique du modèle à la variance totale des rendements du fonds de référence est d'environ 20 %, tandis que pour le thème des technologies de rupture, la variance spécifique du modèle contribue à hauteur d'environ 29 % à la variance totale des rendements sous-jacents de l'indice de référence des fonds derrière ce thème.

En ce qui concerne les thèmes durables, la contribution du risque spécifique à la variance du thème est plus faible, soit 9 % pour la transition énergétique, et 12 % et 7 % respectivement pour les actions et les obligations de durabilité environnementale.

Ces expositions jouent un rôle important dans la détermination de l'allocation finale aux thèmes. Le fait que les instruments utilisés pour investir dans les thèmes s'accompagnent d'une exposition aux facteurs de risque traditionnels doit être pris en compte lors du choix de l'allocation optimale à chaque thème.

# ALLOCATION D'ACTIFS STRATÉGIQUE À LA GESTION THÉMATIQUE

---

Notre exemple porte sur cinq profils de risque différents, du profil prudent, pour les investisseurs dont l'aversion au risque est la plus élevée, jusqu'au profil offensif, pour ceux qui sont disposés à prendre le plus de risques. Les trois profils de risque intermédiaires sont les profils modérément prudent, modéré et modérément offensif, par ordre décroissant d'aversion au risque.

Les actifs sont répartis en quatre actifs de cœur de grande capacité et douze actifs satellites de capacité moindre.

Les actifs de cœur sont les Actions Europe, les Actions Amérique du Nord, les Obligations EUR Investment Grade Aggregate et les Obligations USD Investment Grade Aggregate.



Les douze actifs satellites se divisent en trois groupes. Le premier est composé de six actifs de diversification : Actions Eurozone Small Cap, Actions Amérique du Nord Small Cap, Actions Pacifique Japon, Actions Marchés émergents monde, Actions immobilières cotées Pan Europe, Obligations Marchés émergents monde.

Le deuxième groupe se compose de deux thèmes durables, l'un exploité par le biais d'actions et l'autre avec des obligations : Actions Transition énergétique et Actions et obligations Durabilité environnementale. Le dernier groupe compte trois actifs thématiques : Actions Innovation Santé, Actions Innovation Consommation et Actions Technologie de rupture.

Pour être concis, cet article ne s'étend pas sur les informations relatives à l'exposition des actifs de cœur et de diversification aux facteurs traditionnels dans le modèle de risque de l'allocation d'actifs. Toutefois, comme il se doit, ils ont été pris en compte dans la construction du portefeuille avec les expositions présentées dans le tableau 2 pour la gestion thématique.

Les estimations à long terme des rendements des actifs de cœur et de diversification par BNP Paribas Asset Management ont été utilisées lors de l'étape de construction du portefeuille. Ces estimations peuvent également être utilisées pour élaborer des estimations à long terme pour les six facteurs de risque traditionnels de notre modèle de risque. Les estimations propriétaires des rendements à long terme reposent sur des séries temporelles de rendements d'actifs remontant jusqu'en 1954. Les rendements de la gestion thématique ont été estimés de la manière suivante :



**PRISE EN COMPTE DES EXPOSITIONS AUX FACTEURS DE RISQUE TRADITIONNELS AU COURS DES 10 DERNIÈRES ANNÉES.**



**AJOUT D'UN ALPHA POSITIF AUX RENDEMENTS DÉRIVÉ DE L'EXPOSITION AUX FACTEURS DE RISQUE TRADITIONNELS. L'ALPHA ADDITIONNEL EST CALCULÉ EN SUPPOSANT UN RATIO D'INFORMATION À LONG TERME DE 0,3.**

Les rendements estimés pour chaque actif de cœur, pour chaque actif de diversification et pour chaque poche thématique, ainsi que le modèle de risque d'allocation d'actifs, ont été pris en compte dans la construction du portefeuille.

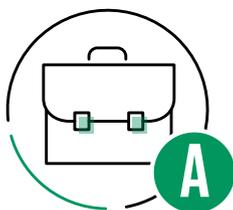
La construction du portefeuille s'est faite selon une approche d'« optimisation robuste ». Contrairement à la méthode d'optimisation moyenne-variance, l'optimisation robuste tient compte de l'incertitude des estimations de rendement des actifs et réduit considérablement la sensibilité du portefeuille final aux petites variations des rendements attendus.

Une description de la technique d'optimisation robuste peut être trouvée dans nos articles récents, par exemple, Yin et al. (2021). Le détail de la manière dont l'allocation de portefeuilles robustes est élaborée à partir de l'algorithme d'optimisation robuste a été exposé dans un article de Perchet et al. (2016).

Les tableaux 3 et 4 présentent quatre portefeuilles pour chacun des cinq profils de risque obtenus en appliquant cette méthodologie de construction de portefeuille.

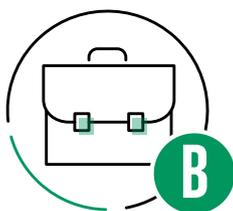
Quatre portefeuilles différents ont été construits pour chaque profil de risque. Le premier, le portefeuille A, n'est autorisé à investir que dans des actifs de cœur. Les trois autres, nommés B, C et D, reposent sur une approche de cœur-satellite dans laquelle l'optimiseur est également autorisé à investir dans des actifs de diversification pour le portefeuille B, dans des actifs de diversification et des actifs thématiques durables pour le portefeuille C, et à la fois dans des actifs thématiques durables et des actifs thématiques d'innovation/de rupture pour le portefeuille D.

Les actifs thématiques et de diversification forment le satellite de ces portefeuilles. La taille du portefeuille satellite, représentée par la somme des poids des actifs de diversification et thématiques, est déterminée par l'aversion aux écarts de suivi par rapport au portefeuille A présentant le même profil de risque et investi uniquement en actifs de cœur. Les portefeuilles sont tenus d'être entièrement investis, tout effet de levier et toute vente à découvert étant proscrits.



### Portefeuille A - Actifs core uniquement

Comme on peut s'y attendre pour un portefeuille investi uniquement en actifs de cœur, l'allocation aux actifs plus risqués dans le portefeuille A est d'autant plus importante que l'aversion au risque est réduite. Ainsi, la version prudente du portefeuille est investie à près de 60 % en liquidités, tandis que la version offensive, plus risquée, est exclusivement investie en actions. La baisse du ratio de Sharpe est une conséquence liée au fait que les portefeuilles sont entièrement investis. Néanmoins, malgré les ratios de Sharpe plus faibles, le portefeuille plus risqué devrait toujours offrir des rendements supérieurs à celles des portefeuilles moins risqués investis uniquement en actifs de cœur.



### Portefeuille B - Actifs de cœur et satellite de diversification

Lorsqu'un portefeuille satellite investi en actifs de diversification est autorisé, on constate des rendements attendus plus élevés pour les portefeuilles de cœur-satellite que pour leurs équivalents investis uniquement en actifs de cœur. La taille du satellite du portefeuille B augmente avec la baisse de l'aversion au risque, d'environ 8 % pour le portefeuille prudent à plus de 15 % pour le portefeuille modéré. L'allocation aux actifs plus risqués dans le satellite augmente avec la baisse de l'aversion au risque, par exemple si le portefeuille offensif n'investit plus dans les obligations émergentes. Comme prévu, tous les ratios de Sharpe et les rendements anticipés sont plus élevés pour ce portefeuille B plus diversifié que pour ses équivalents du portefeuille A. L'écart de suivi dû au satellite varie de 0,7 % pour le portefeuille prudent à 0,9 % pour les portefeuilles modéré et modérément offensif. La contrainte long-only rend plus attractif le fait de réduire légèrement l'écart de suivi pour le portefeuille offensif.

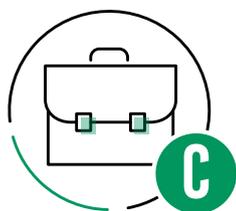


**Tableau 3 :**

Pondération des actifs des cinq portefeuilles d'allocation d'actifs stratégique avec différents profils de risque. Sur la base de données mensuelles en USD dollar. Estimation du risque de janvier 2003 à mai 2021. Les estimations propriétaires des rendements à long terme s'appuient sur des données débutant en janvier 1954.

	Pondération des portefeuilles (%)																	
	Coeur					Satellite												
	Actions	Obligations		Liqui- dités	Diversification						Gestion thématique							
					Actions			Obliga- tions	Durable		Innovation-Rupture							
Europe	Amérique du Nord	EUR Investment Grade Agg.	USD Investment Grade Agg.	Liquidités	Zone euro small cap	Amérique du Nord small cap	Pacifique/Japon		Marchés émergents internationaux	Immobilier coté Pan Europe	Marchés émergents internationaux	Transition énergétique	Durabilité environnementale	Durabilité environnementale	Technologies de rupture	Innovation en matière de consommation	Innovation dans le domaine de la santé	
<b>A</b>	Prudent	6.1	7.3	10.2	17.6	58.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Modérément prudent	17.2	20.8	22.7	39.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Modéré	27.5	32.8	12.9	26.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Modérément offensif	36.9	43.9	3.3	15.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Offensif	49.2	50.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>B</b>	Prudent	4.4	3.8	13.6	14.5	55.4	1.3	1.8	0.7	0.8	1.5	2.2	-	-	-	-	-	-
	Modérément prudent	14.1	13.8	26.0	33.2	-	2.2	3.8	0.8	1.0	2.3	2.8	-	-	-	-	-	-
	Offensif	23.8	24.2	15.8	20.9	-	2.8	4.8	0.9	1.1	2.5	3.2	-	-	-	-	-	-
	Modérément offensif	33.0	34.5	6.1	10.0	-	3.1	5.3	0.9	1.1	2.6	3.4	-	-	-	-	-	-
	Offensif	44.1	40.9	-	-	-	4.0	5.2	1.9	1.6	2.3	-	-	-	-	-	-	-
<b>C</b>	Prudent	0.9	-	6.6	9.2	54.1	-	1.5	0.6	-	1.1	1.9	5.4	5.0	13.7	-	-	-
	Modérément prudent	6.8	5.9	17.5	25.6	-	-	3.8	0.8	-	2.1	2.4	10.8	7.8	16.5	-	-	-
	Offensif	16.1	15.7	7.8	14.2	-	-	4.9	0.9	-	2.4	2.5	11.5	8.5	15.5	-	-	-
	Modérément offensif	25.1	25.8	-	2.8	-	-	5.4	1.0	-	2.5	2.9	11.8	8.8	13.9	-	-	-
	Offensif	36.4	32.0	-	-	-	0.7	5.2	1.9	0.2	2.3	-	12.1	9.2	-	-	-	-
<b>D</b>	Prudent	1.6	-	7.4	9.7	52.8	-	0.3	0.3	-	1.2	1.5	2.9	2.8	13.3	2.3	1.9	2.0
	Modérément prudent	6.2	-	18.1	24.8	-	-	2.8	0.5	-	2.2	1.9	8.9	6.4	16.8	3.4	4.0	4.0
	Offensif	15.0	8.5	8.6	13.3	-	-	3.9	0.5	-	2.5	2.0	10.1	7.4	15.8	3.6	4.5	4.3
	Modérément offensif	24.0	18.4	-	2.3	-	-	4.4	0.6	-	2.6	2.2	10.4	7.7	14.7	3.7	4.7	4.3
	Offensif	35.3	24.7	-	-	-	0.7	4.3	1.3	-	2.4	-	10.4	8.0	-	4.0	5.6	3.3

Source : Bloomberg, FactSet, MSCI, Standard & Poor's, Stoxx et BNP Paribas Asset Management. À titre d'illustration uniquement. Les rendements passés ne sont pas un indicateur des rendements actuels ou futurs.

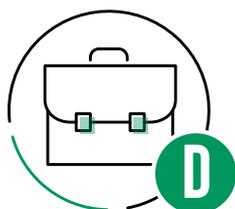


### Portefeuille C - Actifs core et satellite de diversification et thématiques durables

Lorsque des investissements thématiques durables sont également autorisés (portefeuille C), on constate que les ratios de Sharpe et les rendements anticipés augmentent davantage par rapport à leurs équivalents des portefeuilles B et A. La taille du portefeuille satellite augmente encore, pour atteindre environ 29 % pour le portefeuille prudent et près de 46 % pour le portefeuille modérément offensif, ce qui se traduit par un écart de suivi par rapport à leurs équivalents investis uniquement en actifs core du portefeuille A, allant de 0,7 % pour les portefeuilles prudent et offensif à 0,9 % pour les portefeuilles modéré et modérément offensif.

Il est intéressant de noter que certains investissements thématiques durables du portefeuille C remplacent purement et simplement certains des actifs de diversification du portefeuille B, comme c'est le cas pour les actions des marchés émergents internationaux. L'allocation aux actifs core est également affectée, l'allocation aux actions d'Amérique du Nord disparaissant du profil le plus prudent et l'allocation EUR investment grade agg. disparaissant des profils les plus offensifs.

Enfin, les obligations de durabilité environnementale, moins risquées que les actions liées au thème de la durabilité environnementale ou de la transition énergétique, ont une pondération plus importante dans le satellite. Bien entendu, le choix des thèmes et leur exposition aux facteurs de risque traditionnels, ainsi que la prise en compte des rendements attendus jouent un rôle clé pour expliquer ces résultats.



#### Portefeuille D - Actifs core et satellite de diversification et toutes thématiques

Enfin, lorsque les investissements thématiques sont autorisés, (portefeuille D), on constate que les ratios de Sharpe et les rendements attendus augmentent encore plus par rapport à leurs équivalents respectifs des portefeuilles C, B ou A. La taille du portefeuille satellite augmente également, pour dépasser 55 % dans le cas du portefeuille modérément offensif. Les niveaux de tracking error sont similaires à ceux constatés en C et B. L'allocation aux thématiques d'innovation-rupture est financée non seulement par une réduction supplémentaire de l'allocation aux actifs core et de diversification, mais aussi par une réduction de l'allocation aux thèmes durables en actions.

On constate, de manière générale, qu'avec l'intégration des rendements et des risques dans l'optimiseur, il y a un fort intérêt à investir dans les trois ensembles thématiques permettant une augmentation significative des rendements du portefeuille à des niveaux de risque comparables.

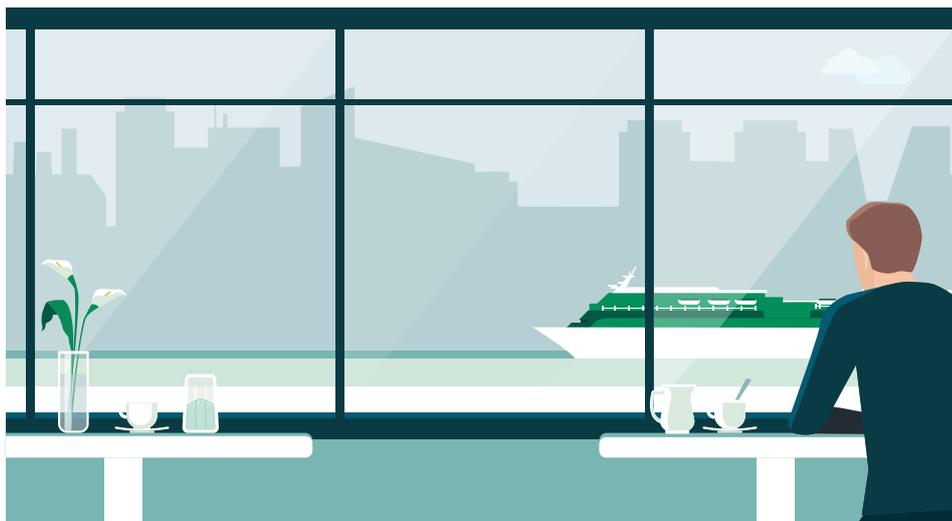
**Tableau 4 :**  
Statistiques des portefeuilles et pondération cumulées des actifs des cinq portefeuilles d'allocation d'actifs stratégique avec différents profils de risque. Sur la base de données mensuelles en USD. Estimation du risque de janvier 2003 à mai 2021. Les estimations propriétaires des rendements à long terme s'appuient sur des données débutant en janvier 1954.

Profil de risque	Statistiques des portefeuilles				Pondération des portefeuilles (%)								
	Surperfor- -mance annualisée vs cash (%)	Volatilité annualisée (%)	Ratio de Sharpe	TE vs core (%)	Actions	Obligations	Liqui- dités	Core	Satellite	Satellite			
										Diversification	Gestion thématique		
											Durable	Innovation- Rupture	
<b>A</b>	Prudent	0.8	1.8	0.46	-	13.4	27.8	58.8	100.0	-	-	-	-
	Modérément prudent	2.3	5.0	0.45	-	38.0	62.0	0.0	100.0	-	-	-	-
	Modéré	3.3	8.0	0.41	-	60.3	39.7	0.0	100.0	-	-	-	-
	Modérément offensif	4.3	11.0	0.39	-	80.8	19.2	0.0	100.0	-	-	-	-
	Offensif	5.2	14.0	0.37	-	100.0	0.0	0.0	100.0	-	-	-	-
<b>B</b>	Prudent	1.1	2.2	0.51	0.7	14.3	30.3	55.4	91.7	8.3	8.3	-	-
	Modérément prudent	2.6	5.4	0.48	0.8	38.0	62.0	0.0	87.1	12.9	12.9	-	-
	Modéré	3.6	8.3	0.44	0.9	60.1	39.9	0.0	84.7	15.3	15.3	-	-
	Modérément offensif	4.6	11.3	0.41	0.9	80.5	19.5	0.0	83.6	16.4	16.4	-	-
	Offensif	5.3	14.0	0.38	0.7	100.0	0.0	0.0	85.0	15.0	15.0	-	-
<b>C</b>	Prudent	1.3	2.3	0.56	0.7	14.5	31.4	54.1	70.8	29.2	5.1	24.1	-
	Modérément prudent	2.8	5.4	0.52	0.8	38.0	62.0	0.0	55.8	44.2	9.1	35.1	-
	Modéré	3.9	8.3	0.46	0.9	60.0	40.0	0.0	53.8	46.2	10.7	35.5	-
	Modérément offensif	4.8	11.3	0.43	0.9	80.4	19.6	0.0	53.7	46.3	11.8	34.5	-
	Offensif	5.5	14.0	0.40	0.7	100.0	0.0	0.0	68.4	31.6	10.3	21.3	-
<b>D</b>	Prudent	1.4	2.3	0.60	0.7	15.3	31.9	52.8	71.5	28.5	3.3	19.0	6.2
	Modérément prudent	3.0	5.3	0.56	0.9	38.4	61.6	0.0	49.1	50.9	7.4	32.1	11.4
	Modéré	4.1	8.3	0.49	0.9	60.3	39.7	0.0	45.4	54.6	8.9	33.3	12.4
	Modérément offensif	5.1	11.3	0.45	0.9	80.8	19.2	0.0	44.7	55.3	9.8	32.8	12.7
	Offensif	5.8	13.9	0.42	0.8	100.0	0.0	0.0	60.0	40.0	8.7	18.4	12.9

Source : Bloomberg, FactSet, MSCI, Standard & Poor's, Stoxx et BNP Paribas Asset Management. À titre d'illustration uniquement. Les rendements passés ne sont pas un indicateur des rendements actuels ou futurs.

# CONCLUSIONS

---



Les thèmes reflètent des tendances structurelles dont on s'attend à ce qu'elles aient un impact significatif sur les économies et qu'elles entraînent une redéfinition des modèles économiques. C'est pourquoi ces thèmes devraient avoir un impact sur les rendements et les risques des investissements davantage exposés à ces tendances structurelles. La gestion thématique permet aux portefeuilles de dégager une surperformance grâce aux actifs dont les rendements sont impactés par les changements structurels qui sous-tendent les différents thèmes.

La gestion thématique est une dimension supplémentaire des portefeuilles qui transcende les classifications par classes d'actifs, secteurs, régions et styles, sans pour autant en être totalement indépendante.

La construction de portefeuilles comportant une poche thématique exige une gestion du risque adaptée afin d'évaluer dans quelle mesure un thème donné est exposé aux facteurs de risque traditionnels, aux secteurs ou aux styles et pour déterminer l'ampleur d'alpha que ce thème est susceptible d'ajouter au portefeuille en sus de ces expositions.

Nous proposons une manière originale de déployer un dispositif de gestion des risques qui intègre les expositions aux facteurs de risque traditionnels directement dans le processus d'allocation aux thèmes.

Nous présentons également une méthodologie de construction de portefeuille basée sur l'optimisation robuste comme outil d'allocation capable de gérer les différentes expositions au risque des actifs et des thèmes tout en tenant compte des rendements attendus des différents actifs et de l'alpha prévisionnel de chaque thème.

Nous donnons, en outre, un exemple détaillé avec une allocation à cinq thèmes différents en actions et en obligations et montrons comment l'allocation évolue en fonction du niveau d'aversion au risque des investisseurs. Les résultats présentés dans cet article ne sont fournis qu'à titre d'exemple et constituent un modèle pouvant être utilisé dans le cadre d'une allocation à la gestion thématique.

## REMERCIEMENTS

Nous remercions Alexander Bernhardt, Daniel Morris, Edward Lees, François Soupe, Frédéric Surry, Guy Davies, Jane Ambachtsheer, Marco Barbaro, Michael Victoros, Pieter Oyens, Thomas Heckel, Ulrik Fugmann, Clément Dupire, Yannick Leite Velho et Tarek Issaoui.

## DÉCLARATION À PROPOS DE CETTE PUBLICATION

Les auteurs ne signalent aucun conflit d'intérêts. Seuls les auteurs sont responsables du contenu et de la rédaction de ce document, et non BNP Paribas Asset Management.

## RÉFÉRENCES

Bessembinder, H. (2018). « Do stocks outperform Treasury bills ? » *Journal of Financial Economics*, Vol. 129, No. 3.

Glen S. (2015). « Lasso Regression : Simple Definition » sur le site StatisticsHowTo.com : « Elementary Statistics for the rest of us! » <https://www.statisticshowto.com/lasso-regression/>

Greenwich (2021), <https://investors-corner.bnpparibas-am.com/investing/new-survey-confirms-shift-to-thematic-investing/>

Issaoui, T., R. Perchet, O. Retière, F. Soupé et C. Yin. (2021). « Multi Factor Allocation : BNPP AM principles for redesigning tactical asset allocation. » BNP Paribas Asset Management.

Yin, C., R. Perchet et F. Soupé. (2021). « A practical guide to robust portfolio optimisation. » *Quantitative Finance*, Vol. 21, No. 6.

Perchet, R, X. Lu, R. Leote de Carvalho et T. Heckel. (2016). « Insights into robust Robust Portfolio Optimisation : Decomposition into Mean-Variance and Risk-Based Portfolio » *Journal of Investment Strategies*, Vol. 6, No. 1.

Porter, M.E. (1979). « How competitive forces shape strategy. » *Harvard Business Review*, Vol. 57, No. 2.

### **Koye Somefun**

responsable Multi-Asset & Solutions au sein du Quant Research Group chez BNP Paribas Asset Management, Herengracht 595, 1017 CE Amsterdam, Pays-Bas.  
*koye.somefun@bnpparibas.com, Tel. +31 (0)2 03 57 06 35*

### **Romain Perchet**

responsable Multi-Asset au sein du Quant Research Group chez BNP Paribas Asset Management, 14 rue Bergère, 75009 Paris, France.  
*romain.perchet@bnpparibas.com, Tel. +33 (0)1 58 97 28 23*

### **Chenyang Yin**

analyste Multi-Asset au sein du Quant Research Group chez BNP Paribas Asset Management, 14 rue Bergère, 75009 Paris, France.  
*chenyang.yin@bnpparibas.com, Tel. +33 (0)1 58 97 13 02*

### **Raul Leote de Carvalho**

responsable adjoint du Quant Research Group chez BNP Paribas Asset Management, 14 rue Bergère, 75009 Paris, France.  
*raul.leotedecarvalho@bnpparibas.com, +33 (0)1 58 97 21 83*

La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent évoluer aussi bien à la hausse qu'à la baisse et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur mise initiale.

Investir sur les marchés émergents ou sur des segments de marché spécialisés ou restreints peut présenter une volatilité supérieure à la moyenne en raison de la forte concentration de leurs positions, d'un degré d'incertitude plus élevé reflétant le manque d'informations disponibles, de leur liquidité plus faible ou de leur sensibilité plus grande à l'évolution du contexte de marché (social, politique et économique).

Certains marchés émergents offrent moins de sécurité que la plupart des marchés développés internationaux. Par conséquent, les services de transaction, de liquidation et de conservation du portefeuille utilisé pour le compte de fonds investis dans les marchés émergents peuvent comporter un risque plus élevé.

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Le présent document réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution.

Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers, où une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933). Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question.

Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question. Cette documentation est disponible sur le site web.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).



**BNP PARIBAS**  
**ASSET MANAGEMENT**

**L'investisseur durable  
d'un monde  
qui change**