

Pourquoi les entreprises de haute qualité surperforment-elles ? Une prime de risque ou une prime comportementale ?

Publié le 23 mai 2024

Pierre Debru

Head of Research, WisdomTree Europe.

- Les entreprises de haute qualité sont moins risquées que les entreprises de faible qualité
- Comme le démontrent les universitaires, la surperformance des entreprises de haute qualité au fil du temps ne résulte pas d'un risque caché, mais d'une évaluation erronée des cours par les investisseurs et les analystes
- Ces résultats académiques démontrent que la qualité, en tant que stratégie d'investissement, peut conférer une surperformance persistante à long terme (en raison de causes comportementales impossibles à arbitrer), tout en offrant un comportement défensif

Chez WisdomTree, nous sommes profondément convaincus que les entreprises de haute qualité, définies comme des sociétés à forte rentabilité, jouent un rôle très important dans les portefeuilles des investisseurs. La réussite de deux de nos stratégies phares en matière d'actions, la stratégie [Quality Dividend Growth](#), qui construit des portefeuilles autour d'entreprises de haute qualité distributrices de dividendes, et la stratégie [Quality Growth](#), qui bâtit des portefeuilles de croissance autour d'entreprises de haute qualité, témoigne de cette conviction.

Robert Novy-Marx¹ est reconnu pour avoir décrit l'anomalie de forte rentabilité, également appelée facteur qualité (à savoir le fait que les entreprises à forte rentabilité surperforment systématiquement le marché au fil du temps), mais il n'est pas le seul à s'intéresser à cette question. Les praticiens intègrent souvent des critères de qualité dans leur processus d'investissement, quel que soit leur style d'investissement final. Warren Buffett, par exemple, est connu pour placer l'accent sur la qualité, au moins autant que sur la valeur, lorsqu'il sélectionne des sociétés dans lesquelles investir. De plus en plus d'articles universitaires rapportent également que la rentabilité constitue un facteur prédictif des rendements futurs : Fama and French 2006² ; Ball et al. 2015, 2016³.

Aussi documenté soit-il, le facteur qualité demeure quelque peu mystérieux quant à ses causes profondes. Un vif débat existe parmi les universitaires autour de la question de savoir si ce sont des risques cachés qui expliquent la prime de qualité, ou s'il s'agit plutôt des comportements et mauvaises évaluations des cours par les investisseurs. Bien qu'il soit de nature académique, ce débat entraîne d'importantes répercussions pour les investisseurs, tels que WisdomTree, qui entendent exploiter la prime de qualité :

- Un facteur axé sur le risque crée une surperformance en prenant des risques supplémentaires, et il a par conséquent tendance à être légèrement moins intéressant du point de vue de l'allocation de portefeuille. Il est également techniquement plus propice à l'arbitrage, et par conséquent plus susceptible de disparaître
- Un facteur axé sur les comportements offre un rendement supplémentaire sans risque supplémentaire, ce qui est bien sûr plus intéressant pour les investisseurs. Il est également plus « persistant », dans la mesure où les comportements de groupe changent difficilement, et sont peu propices à l'arbitrage

Plus récemment, Ahmed, Anwer S. et Neel, Michael et Safdar, Irfan⁴ ont proposé une analyse très détaillée de la source de cette prime de rentabilité, conduisant à deux conclusions très importantes :

- Tout d'abord, ils démontrent que le comportement relatif à la qualité s'inscrit davantage en cohérence avec de mauvaises évaluations des cours qu'avec le risque
- Deuxièmement, ils révèlent que la qualité présente une corrélation négative avec la probabilité de fortes baisses de rendement futures, tout en présentant une corrélation positive avec la probabilité de forts rendements positifs, ce qui en fait un investissement unique qui offre des qualités à toute épreuve

Examinons ces conclusions plus en détail. Dans leur article, les auteurs testent cinq hypothèses importantes conduisant aux conclusions suivantes :

Hypothèse 1 (réfutée) : La rentabilité est positivement corrélée au risque à la baisse ex ante

Cette première série d'analyses démontre que les entreprises plus rentables sont en réalité moins exposées aux krachs boursiers à venir. Il semble ainsi que la prime de rentabilité ne soit pas une rémunération adéquate pour les investisseurs qui supportent le risque à la baisse en investissant dans des entreprises très rentables. Cette hypothèse valide néanmoins les conclusions de WisdomTree selon lesquelles les entreprises de haute qualité ont tendance à offrir un profil défensif en période de crise ou d'incertitude élevée.

Hypothèse 2 (réfutée) : On observe une corrélation équivalente et positive entre la rentabilité et les sauts de prix ainsi que les krachs

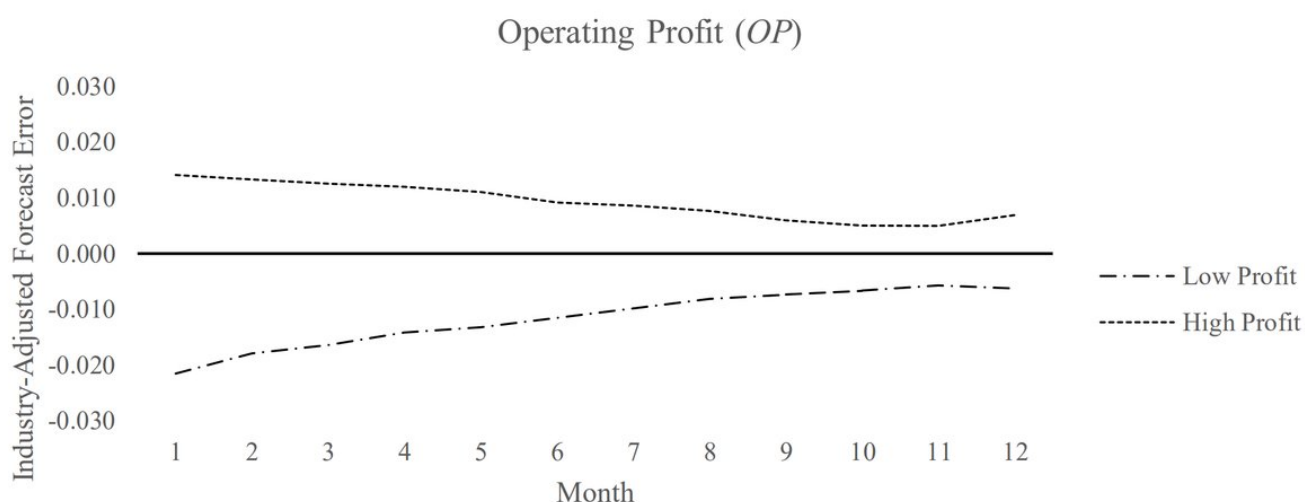
Les analyses des auteurs rejettent également cette hypothèse. Ils révèlent que la rentabilité est négativement corrélée à la probabilité de forts rendements négatifs futurs, mais positivement corrélée à la probabilité de forts rendements positifs. Ils démontrent que les entreprises à haute rentabilité surperforment les entreprises à faible rentabilité lors des journées caractérisées par des rendements de marché extrêmement négatifs, et lors des journées caractérisées par des rendements quotidiens extrêmement positifs. Sur une base ex post, il est à nouveau démontré que la qualité élevée offre une protection contre le risque.

Hypothèse 3 (validée) : L'écart anormal dans les révisions de prévisions est cohérent avec la rentabilité passée, ce qui confirme l'hypothèse 4 (validée) : La prime de rentabilité se concentre

principalement sur (i) les entreprises à forte rentabilité avec un écart de prévision à la hausse ultérieure et (ii) les entreprises à faible rentabilité avec une dégradation des prévisions

Les analyses révèlent qu'immédiatement après les annonces de résultats, les analystes sont pessimistes à l'égard des entreprises à forte rentabilité et optimistes à l'égard des entreprises à faible rentabilité. À partir d'une amplitude de 1,5 % et 1,2 % du cours des actions, cet effet tend à s'atténuer au cours des douze mois suivants, ce qui entraîne la surperformance des actions de haute qualité et la sous-performance des actions de faible qualité.

Illustration 1 : Erreurs de prévision ajustées par secteur relatives aux entreprises à faible et forte rentabilité opérationnelle



Source : Ahmed, Anwer S. et Neel, Michael et Safdar, Irfan. Cette illustration présente les erreurs de prévisions annuelles ajustées par secteur relatives aux entreprises à faible et forte rentabilité au cours des douze mois suivant l'annonce des résultats de l'année précédente. Nous distinguons les entreprises à faible rentabilité des entreprises à forte rentabilité en fonction de leur classement respectif dans les déciles inférieurs et supérieurs de rentabilité opérationnelle annuelle. Nous définissons l'erreur de prévision mensuelle comme l'écart entre le BPA réel et la prévision consensuelle du BPA (médiane) de l'IBES pour le mois considéré, divisé par le prix à la fin du premier mois de la série (c.-à-d. le mois 1). Nous ajustons chaque erreur de prévision mensuelle en soustrayant l'erreur moyenne des entreprises appartenant à la même industrie SIC à deux chiffres. Cette approche permet de mesurer l'optimisme ou le pessimisme des prévisions des entreprises par rapport à celles de leurs homologues de l'industrie. Pour faire partie de l'échantillon, l'entreprise doit disposer d'une prévision disponible lors du premier mois de cette série (c.-à-d. le mois 1). Nous traçons les moyennes de séries chronologiques des moyennes mensuelles en coupe transversale (1–12) pour chaque portefeuille de rentabilité opérationnelle.

Hypothèse 5 (validée) : La rentabilité est positivement corrélée à la demande institutionnelle future d'actions

Dans ces analyses finales, les auteurs démontrent que les investisseurs institutionnels, à l'instar des analystes, ont tendance à sous-réagir aux informations positives sur la rentabilité. Ils rattrapent ensuite leur retard au cours des mois suivants, ce qui se traduit par une hausse de la valorisation des entreprises.

Conclusion

Les conclusions de l'article ont conforté la position de WisdomTree en faveur de l'investissement dans la qualité :

1. les entreprises de qualité offrent une surperformance à long terme, de manière stable au fil du temps
2. les entreprises de qualité présentent un comportement à toute épreuve, se montrant défensives en période de crise tout en étant capables de saisir les opportunités de rendement à la hausse

Sources

- 1 Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross operating profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 1-28.
- 2 Fama, E. F., and French, K. R. (2006). Operating profitability, investment, and average returns. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 491-518.
- 3 Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., and Nikolaev, V. V. (2015). Deflating operating profitability. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 225-248. Ball, R., Gerakos, J., Linnainmaa, J. T., and Nikolaev, V. (2016). Accruals, cash flows, and operating profitability in the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 121(1), 28-45
- 4 Ahmed, Anwer S. and Neel, Michael and Safdar, Irfan, Why Does Operating Profitability Predict Returns? New Evidence on Risk versus Mispricing Explanations (9 septembre 2023).

Important Risks Related to this Article

Informations importantes

Communications commerciales publiées dans l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree Ireland Limited, une société autorisée et réglementée par la Central Bank of Ireland.

Communications commerciales émises dans des juridictions en dehors de l'EEE Ce document est publié et approuvé par WisdomTree UK Limited, une société autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni.

WisdomTree Ireland Limited et WisdomTree UK Limited sont toutes les deux désignées comme « WisdomTree » (le cas échéant). Notre Politique sur les conflits d'intérêts et notre Inventaire sont disponibles sur demande.

Réservé aux clients professionnels uniquement. Les informations figurant dans ce document sont fournies à titre informatif et ne constituent pas une ore de vente, ou une sollicitation d'achat de titres ou d'actions. Ce document ne doit pas être utilisé comme fondement d'une décision d'investissement. La valeur des investissements peut fluctuer et vous êtes susceptible de perte tout ou partie du montant investi. La performance passée ne constitue pas nécessairement une indication des performances futures. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations figurant dans le prospectus approprié et sur des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques.

L'application des réglementations et lois fiscales peut souvent conduire à des interprétations diérentes. Tous les points de vue ou opinions exprimés dans cette communication représentent les points de vue de WisdomTree et ne doivent pas être interprétés comme des conseils réglementaires, fiscaux ou juridiques. WisdomTree ne donne aucune garantie ou représentation quant à l'exactitude des vues ou opinions exprimées dans cette communication. Toute décision d'investissement doit être fondée sur les informations contenues dans le prospectus approprié et après avoir sollicité des conseils indépendants en matière d'investissement, fiscaux et juridiques. Ce document n'est pas et ne doit en aucun cas être interprété comme une publicité ou une ore publique d'actions ou de titres aux États-Unis ou dans toute province ou tout territoire des États-Unis. L'introduction, la transmission et la distribution (directes ou indirectes) de l'original ou d'une copie de ce document sont interdites aux États-Unis.

Bien que WisdomTree s'efforce d'assurer l'exactitude du contenu de ce document, WisdomTree ne peut en garantir l'exactitude. Les fournisseurs de données tiers sollicités pour obtenir les informations contenues dans le présent document ne donnent aucune garantie ou représentation de quelque sorte en rapport avec ces données. Lorsque WisdomTree exprime ses propres opinions concernant le produit ou l'activité du marché, ces opinions sont susceptibles de changer. WisdomTree, ses alliés et leurs dirigeants, directeurs, partenaires ou employés respectifs déclinent toute responsabilité pour toute perte directe ou indirecte découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu.