

N°14 – Mars 2015

Gestion passive vs. Gestion Active : les années se suivent et se ressemblent

L'analyse des résultats par S&P de la gestion active américaine en 2014 vient d'être publiée. Une nouvelle fois sa performance est majoritairement en-deçà de celle des indices. Une nouvelle fois, les gestions actives ont des raisons, une nouvelle fois ils promettent que 2015 sera l'année du stock-picking.



S&P Dow Jones a publié la semaine dernière le résultat de son étude sur le comportement des gestions actives américaines face aux indices en 2014. Les résultats européens seront publiés sous 2 mois. Pas de grandes surprises par rapport aux années passées. Une nouvelle fois le S&P500 a terminé l'année avec une progression à 2 chiffres : 13.69% (32.39% en 2013 et 16.0% en 2012). Une nouvelle fois une grande majorité de fonds sousperforme. Cette année 86.4% des fonds « grandes capitalisations » réalisent une performance inférieure au S&P500. Le décrochage des marchés au mois d'octobre a laissé des traces. Les gérants de moyennes et petites capitalisations sont un peu mieux lotis puisque respectivement un tiers et un quart battent S&P400 et le S&P600. Ce n'est pas si mal. Ces résultats battent en brèche une nouvelle fois une idée largement répandue : à moyen et long terme, la capacité d'un gérant à surperformer s'exprime mieux sur des marchés moins efficients comme les pays émergents ou les petites capitalisations. Sur une période de 5 ans, le taux de sousperformance est respectivement de 72% et 89%. No comment.

Du côté des taux, le constat est pire. Ce n'est pas une surprise. Début 2014, l'ensemble des stratèges était uniformément baissier sur le marché dans la perspective d'une normalisation de la politique monétaire de la Fed.

Résultat : 98% des fonds ont sousperformé.

Bien entendu, chaque sélectionneur de fonds se convainc de sa capacité à sélectionner les meilleurs fonds. Une dernière statistique pourrait les décourager un peu plus. Sélectionner un fonds, c'est aussi sélectionner une classe d'actifs. Or, ce sont au sein des meilleures classes que l'on trouve la plus grande pondération de fonds sousperformants. Au cours des 10 années écoulées, le segment le plus performant a été [mid-cap, growth] avec une performance annualisée de +10.03%. Seulement 8% de la catégorie ont réussi à battre une telle performance. La catégorie la moins performante a été [large-cap, value] avec 6.74%. Cette fois, près de 40% des fonds ont réussi à faire mieux.

Ces données peuvent paraître plus défavorables aux gestions actives que celles communément rencontrées. La principale raison vient du fait que S&P Dow Jones tient compte dans ses calculs du taux de survivance. En effet, l'analyse a posteriori doit tenir compte de l'univers des fonds tel qu'il était au début, et non à la fin, de la période considérée. Compte tenu qu'au cours des 5 dernières années un quart des fonds actions ont disparu (17% dans l'univers des taux), ne pas tenir de ce facteur biaiserait largement les résultats.

Ces constats ne vont pas empêcher, comme chaque année, les gérants actifs de tenter de nous convaincre que 2015 sera l'année du stock-picking et nous expliquer pourquoi ils ont failli l'année passée. Une raison souvent invoquée est la sousperformance des petites capitalisations.

En effet, de nombreux gérants de fonds classés « grandes capitalisations » possèdent des petites capitalisations afin de booster leur performance, tant l'univers regorgerait d'opportunités. Il est vrai que sur le long terme les « petites » battent les « grandes ». Difficile d'accepter une telle excuse. A la différence des ETF, les gérants actifs ont la liberté de choix. Rien ne les obligeait à conserver une poche small-caps. Ensuite, même si l'on ne considère que les années où les petites capitalisations ont battu les grandes, 62% des fonds classés dans la catégorie « grandes capitalisations » n'ont pas battu pas leur indice de référence, malgré le coup de pouce de la part « small caps ».

Dans le même ordre d'idée, si l'on acceptait l'argument selon lequel la contreperformance des « small » aurait pesé sur la performance des fonds large caps, on serait en droit de s'attendre à ce qu'à l'inverse, les gérants de small caps détenant une poche de large caps, par exemple pour des raisons de liquidité, affichent de la surperformance. Au cours des 10 dernières années, les petites capitalisations ont sousperformé, les grandes à 4 occasions (2005, 2007, 2011 et 2014). Pourtant, ces années-là, 62%, 52%, 86% et 68%, des fonds small caps ont sousperformé leur indice de référence.

En 1998, Charles Ellis a écrit un livre sur la difficulté de la gestion active de battre les indices : « Winning the Loser's game ». Sa conclusion était que s'il n'était pas impossible de sélectionner des fonds régulièrement surperformants, la probabilité était si faible que le jeu n'en valait pas la chandelle. Dans leur ouvrage publié il y a quelques semaines, A. Berkin et L. Swedroe vont plus loin. Selon eux, il y a 20 ans, environ 20% des fonds gérés activement généraient régulièrement de l'alpha. Des études récentes indiquent que ce nombre est désormais de 2%.

Dès lors, pourquoi s'acharner à sélectionner des OPCVM surperformants ? Nourrir son égo ? sans doute. Mais tous les clients sont-ils au courant du rapport frais / performance. Sont-ils tous conscients qu'ils payent des frais élevés pour des services sans valeur ajoutée ou avec une valeur ajoutée négative. J'en doute.

Par exemple, les particuliers, trop souvent obnubilés par les droits d'entrée sur leur contrat d'assurance-vie, oublient fréquemment de vérifier le total de frais sur encours des fonds disponibles. A leur décharge, c'est une information peu accessible qui n'est pas mise en avant par les asset managers ou les medias.

Pour les placements aussi, la liberté c'est d'être informé. Nous, professionnels de la finance, avant de réfléchir aux meilleurs moyens de délivrer de la performance, devons rendre nos clients libres.

Sources : S&P Dow Jones Indices, Index investor corner

LE COIN DU NEOPHYTE

Les ETF sont des fonds cotés en continu. Leur mode de cotation est similaire à celui d'un titre vif. Sur Euronext, il est possible de transmettre des ordres limités, à seuil ou à plage de déclenchement... Néanmoins, des différences notables existent.

Dans la majorité des cas, les professionnels exécutent leurs ordres en dehors du marché à un cours légèrement différent de celui proposé par les bourses (Euronext à Paris). Souvent, le cours de transaction sera plus attractif que celui « en machine ». Ainsi les volumes traités n'apparaissent pas. Vous aurez donc compris que juger de la liquidité d'un ETF par les volumes échangés, c'est un peu comme mesurer la profondeur du bassin d'une piscine avec votre pied en restant sur le bord. Ce n'est pas la piscine qui n'est pas assez profonde, c'est votre jambe qui est trop courte. Il existe une troisième manière de traiter un ordre sur un ETF. Puisqu'il s'agit d'un fonds, il peut aussi s'acheter, ou plutôt se souscrire, comme un fonds. Cela présente un inconvénient et un avantage. L'inconvénient c'est d'être exécuté à un cours inconnu que vous ne connaîtrez que le lendemain. L'ordre doit être passé avant une certaine heure variable selon les producteurs d'ETF (cut-off). L'avantage est d'éviter de payer le prix de la liquidité, c'est-à-dire la fourchette acheteur-vendeur. Ce type d'ordre est à réserver aux investisseurs qui vont conserver l'ETF longtemps et dont la taille de l'ordre peut-être supérieure à 1 million d'euro.

Adapter sa technique de gestion

Bien difficile de dire quand alléger les actions de manière précise quand l'euphorie gagne. En termes absolu, les actions européennes semblent correctement valorisées. Relativement au marché américain, la décote est de l'ordre de 35% à 45%. C'est sans doute trop. Il est logique de s'attendre à une décote supérieure à ce qu'elle a été par le passé, en particulier pour des raisons politiques. 25% à 30% est acceptable. Notre conseil, si comme nous le recommandons vous êtes surpondérés, accompagnez la hausse avec des ordres stops afin de cristalliser quelques gains.

Régis Yancovici



Fondateur ETFinances.fr



DISCLAIMER

Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas de « Conseils en Investissement » personnalisés, ni de propositions d'achat ou de vente.

Les analyses présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.

Nous attirons l'attention des investisseurs sur le fait que les ETF évoqués ne sont pas forcément UCITS et, qu'à ce titre, leur achat par un professionnel de l'investissement peut nécessiter un agrément spécifique.