

Gestions « Active » et « Passive » : Une frontière de plus en plus floue

L'offre proposée par l'industrie de la gestion d'actifs a toujours été en mouvement : nouvelles classes d'actifs, nouveau style de gestion, société de gestion entrepreneuriales... Chaque nouvelle proposition s'est faite une place, parfois au dépend des autres, mais sans réellement bouleverser le paysage. Avec le développement des ETF, il risque d'en être autrement.



Pour commencer rappelons que si l'on nomme, peut-être de manière abusive, la gestion « active » toute gestion autre qu'indicielle, ces gestions n'en sont pas moins très organisées. En effet, les investisseurs voulant s'assurer de la pérennité de la qualité de leur sélection d'OPCVM et les patrons de société de gestion soucieux de maintenir la récurrence de leurs revenus ont poussé les équipes de gestion à mieux définir et structurer leur « process » d'investissement. Ce faisant ils ont souvent intégré une dimension systématique à leurs décisions.

D'une certaine manière, les ETF sont en train de faire le chemin opposé. Dans un premier temps, ils ont répliqué des indices populaires. Ensuite, ils ont tenté d'améliorer leur performance en optimisant les dividendes ou en faisant du prêt de titres. Afin de répondre à une demande croissante, certains ont demandé aux fournisseurs d'indices des créations sur mesure afin d'aborder des thématiques originales*. Désormais, sans déroger à leur caractère systématique et transparent, ils bâtissent des méthodes de constitution d'indices basés sur des recherches statistiques ou académiques afin de réduire le risque ou de battre de manière régulière les références capi-pondérés. C'est ce que l'on appelle le « Smart Béta ».

Les deux univers, gestion active et passive, se sont donc rapprochés et sont désormais en **concurrence frontale**. En achetant un fonds géré activement, un investisseur paye un espoir de surperformance. Cette espérance, souvent déçue si l'on en croit les statistiques, est chèrement payée, la moyenne du total de frais sur encours se



R. Yancovici, fondateur ETFFinances.fr
Conseil en investissement sur ETF.

situant autour de 2.1% pour les actions et va jusqu'à 11.8%**.

De plus, non seulement ces **OPCVM sont souscrits et rachetés à cours inconnus, mais ils le sont également à frais inconnus**. Il est impossible de connaître à l'avance les commissions de rotation et de surperformance prélevées.

Avant le « Smart Béta », il manquait à la gamme des ETF cette part d'espoir. Le « Smart Béta » constitue-il l'arme absolue pour battre les indices capi-pondérés ? Probablement pas, même si certains résultats sont impressionnants. En revanche, avec les ETF, cet espoir de surperformance coûte de l'ordre de 0.5%, soit 4 fois moins cher. De plus, **l'investisseur connaît à l'avance son cours d'achat, de vente et les frais supportés**.

Dans un environnement économique mondial marqué par la surproduction et la désinflation, **la présence de deux produits similaires à des prix différents n'a pas lieu d'être**. Cela vaut également pour la gestion d'actifs. En se rapprochant de la gestion « active », les ETF proposent une solution parfois similaire à un moindre coût.

Leur adoption massive se heurte encore à des obstacles. La compréhension de l'ETF impose encore des efforts pédagogiques, la fragmentation des bourses rend l'accès à la liquidité plus compliqué, l'absence de rétro-commissions décourage les conseillers financiers dont le rôle serait pourtant essentiel pour aider les investisseurs à s'y retrouver dans l'univers des ETF toujours plus fourni. Pourtant, le chemin est tracé et l'on voit déjà se dessiner des réponses à ces obstacles. L'évolution de la réglementation va dans ce sens.

Le match gestion « active » vs. gestion « passive » ne fait que commencer.

* La réglementation impose une indépendance entre le fabricant de l'ETF et le fournisseur d'indice.

** selon la Lettre de l'observatoire de l'AMF (Avril 2012)



Ils ont retenu notre attention

- Parmi les lancements récents, **AMUNDI S&P Global Luxury** a particulièrement retenu notre attention. Il s'agit du seul ETF disponible sur le secteur du luxe, l'EasyETF DJ Luxury ayant été liquidé en 2010. Cet ETF est intéressant du fait de sa thématique qu'il aborde de manière mondiale. En effet, La répartition entre le capital et les salaires ne cessent de se faire au profit du premier. La hausse de la bourse dans un contexte de chômage élevé en est un signe. Ainsi, le patrimoine des plus riches progresse plus vite que celui des autres classes. Le luxe est un bon vecteur pour profiter de cette tendance longue.
- Dans l'univers du « Smart Béta », lancé le 12 mars, l'ETF **CAMBRIA Global Value** sélectionne, dans un univers de 45 pays, ceux qui sont le moins valorisés. Nous avons été intéressés par la méthodologie de sélection. Celle-ci s'appuie sur les travaux de R. Shiller qui a développé une version pertinente du CAPE (Cyclically Adjusted Price-to-Earnings ratio). Elle permet d'évaluer un marché d'actions indépendamment des cycles économiques. Il a été prouvé qu'il y avait une forte corrélation entre le niveau de performance sur 10 ans et la valeur du CAPE au moment de l'achat. Plus il est bas, meilleurs sont les performances. Notons que parmi les premières positions on retrouve plusieurs lignes présentes dans notre allocation « **VALUE** » : Italie, Espagne, Grèce.



Faites ce que je dis pas ce que je fais...

...quand vous n'en n'êtes pas capable. C'est ainsi que l'on pourrait résumer la devise de **Warren BUFFET**. En effet, dans le rapport annuel de Berkshire Hathaway, l'oracle d'Omaha, recommande au Trust qui gèrera les actifs de sa femme à son décès d'acheter 10% d'emprunts court terme américain et 90% d'ETF indexé au S&P 500 comme celui de Vanguard. Il estime que les résultats de ce portefeuille seront supérieurs à ceux de la plupart des investisseurs professionnels ou non.

Si l'un des plus grands stock-pickers de tous les temps recommande à sa femme d'investir 90% de ses actifs en ETF, il est sans doute raisonnable de considérer cet investissement pour vos portefeuilles.

M. Buffet estime également qu'un investisseur non professionnel peut obtenir des résultats satisfaisants s'il connaît ses limites. Il ne devrait pas acheter des titres vifs mais plutôt des produits mutualisant le risque comme un fonds indicel sur le S&P500.

Enfin, il met en garde contre la rotation trop fréquente des portefeuilles dont le coût pèse trop lourdement sur la performance.

A consulter : [Rapport annuel Berkshire Hathaway 2013](#)



Les ETF couverts du risque de change

Les ETF couverts du risque de change sont bien pratiques. Ils permettent en une seule transaction d'investir dans des marchés cotés dans d'autres devises que la vôtre, sans prendre de risque de change. C'est une attente naturelle. Ne sommes-nous pas habitués à parler des indices mondiaux sans intégrer le change ? Il est aussi parfois compliqué d'expliquer à un client que la devise a pénalisé un investissement gagnant.

Notons au passage que depuis que les politiques monétaires jouent un rôle significatif dans le comportement des actions, la devise est souvent corrélée négativement. D'où l'intérêt des produits couverts.

Mais attention **la couverture n'est pas parfaite**. En effet, dans la plupart des ETF celle-ci est rebalancée mensuellement, comme le propose la méthodologie MSCI. Ainsi, l'ETF ne sera parfaitement couvert que le 1^{er} jour. Mais si au cours du mois, l'indice a gagné par exemple 25%, alors l'ETF ne sera plus couvert qu'à hauteur de 80% (la couverture est restée à 100 et l'indice actions est passé à 125 : $100/125 = 80\%$). Ainsi plus l'indice monte au cours du mois, moins vous serez couvert contre une baisse de la devise. Bien évidemment, le même raisonnement s'applique en cas de baisse de l'indice. Dans ce cas l'investisseur est sur-couvert.

Certains émetteurs proposent des ETF couverts rebalancés quotidiennement mais cela augmente les coûts.

Ce biais n'est pas une raison de vous détourner des ETF « hedgés » mais mieux vaut investir les yeux ouverts.

Vive l'incertitude

Malgré une fin de semaine cahoteuse, nous maintenons que les turbulences liées à l'Ukraine sont un bon moyen pour renforcer les actions à des prix plus attractifs.

Néanmoins, la perspective d'une dégradation de la situation dans les pays émergents ne milite pas en faveur d'une reprise rapide du marché haussier.

→ Acheter patiemment les jours de repli

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.

Les recommandations 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 que les ETF évoqués ne sont pas forcément UCITS et, qu'à ce titre, leur achat peut nécessiter un agrément spécifique.