

Comment arbitrer gestion active et passive

Il y a ceux qui estiment que la gestion active constitue un univers d'investissement attrayant. Quoi de plus excitant et valorisant que de rencontrer des gérants spécialisés et de leur acheter un espoir de surperformance. D'autres, préfèrent acheter l'indice. Ce sont des investisseurs conscients de la difficulté à battre les indices et qui préfèrent être seuls à assumer les performances face à leurs clients...



A.A. Advisors
ABN AMRO



Gestion active ou Gestion passive

Enfin, il y a ceux qui panachent. ABN AMRO Advisors fait partie de cette catégorie comme nous l'a expliqué Julien MECHLER, CIO et membre du Directoire de Neufize OBC Investissements. Au sein de son équipe "Quant", Christophe BOUCHER a développé un modèle permettant d'évaluer quand il était préférable de privilégier la gestion passive à la gestion active, en d'autres termes, quand les gérants actifs étaient sousperformants.

Il convenait d'aller au-delà du simple constat que « l'alpha des gestions actives sur longues périodes est proche de 0 », en particulier sur des marchés efficients et très liquides, « comme les actions US ou les emprunts d'états ».

En réalité, « les périodes de destruction d'alpha sont très courtes et très violentes ». Comment les prévoir ? De prime abord, on aurait pu imaginer qu'un gérant actif surperforme lorsqu'il peut s'exprimer, lorsque ses choix sont discriminants, en d'autres termes lorsque la dispersion entre les performances des valeurs est élevée. Et bien, c'est exactement le contraire ! Mieux vaut pour un gérant actif que la dispersion des performances de son univers soit limitée. 2 raisons à cela. Primo, il a moins de risque de choisir les valeurs très sousperformantes. Secundo, ces périodes se situent la plupart du temps au moment où le marché termine une phase de forte baisse et commence à se retourner. On imagine aisément qu'à ce stade, les gérants sont sous-investis et/ou ont soldé leurs positions sur les valeurs les plus mal-aimées (les techno en 2003, les bancaires en 2011) qui sont souvent les premières à repartir.

Attention ! Les robots attaquent

Les nouvelles technologies sont entrées depuis longtemps dans notre vie quotidienne. Dans la gestion de portefeuilles, une révolution est en marche aux Etats-Unis : les Robot-advisors.

Si les ETF sont une forme d'automatisation de la gestion, les Robot-advisors automatisent le conseil et la gestion de portefeuilles. La promesse est ambitieuse : meilleurs conseils, meilleure gestion, moins coûteuse. Le principe est simple. Le client se connecte à un site internet, répond à une série de questions (âge, goût du risque...). Un algorithme définit alors son profil de risque et son allocation d'actifs. Le portefeuille proposé est le plus souvent composé d'ETF afin d'optimiser les coûts. Les frais de gestion sont faibles, entre 0.15% et 0.35%. Ajoutés à ceux des ETF et de brokerage, le total des frais sur encours peut s'évaluer autour de 0.7%, bien loin des 3.0% à 4.0% d'une gestion sous mandat classique en France.

Le succès est réel outre-Atlantique. Le n°1 du secteur Wealthfront est passé de 200 M\$ à 1 Md\$ sous gestion en moins d'un an. Le portefeuille moyen est de 100 000 \$. Vanguard, 3^e producteurs d'ETF dans le monde, vient de lancer son propre Robot-advisor. La clientèle est plus jeune et technophile que chez un « advisor » classique.

Mais le service a ses limites. L'absence d'échange de visu peut être frustrante. On peut s'interroger sur la capacité d'un questionnaire à mesurer réellement l'appétence pour le risque.

En définitive, les Robot-advisors sont sans doute aux conseillers financiers et aux sociétés de gestion, ce que les ETF sont aux gestions actives : une nouvelle offre qui marginalisera les offres les moins attractives.



Quoi de NEUF ?

- Quel rapport entre une machine à laver et un ETF ? Hier, lorsque votre machine tombait en panne, vous appeliez votre revendeur qui commandait la pièce défectueuse en Chine. Votre machine était réparée sous 8 jours. Avec l'impression 3D, c'est terminé. Vous télécharger le fichier CAD qui est à la 3D, ce que le PDF est à la 2D. Vous lancez votre imprimante 3D et vous avez votre pièce en quelques minutes ! Stoxx a lancé 2 indices sur l'impression 3D : Stoxx Global 3D printing pure play et Tradable. 70% des sociétés tirent 100% de leur chiffre d'affaire de cette nouvelle technologie pour le premier indice. Le nombre est de 40% pour le second. On attend le 1^{er} ETF.
- Lyxor poursuit sa mue entamée en 2012. Le 11 juillet, son ETF phare indexé au CAC40, ainsi que ceux sur l'Ibex et le Dax, passeront en réplique physique. Ce mode de réplique a également été adopté par Deutsche AWM et PowerShares. Lyxor a désormais 20% de ses ETF en réplique physique. Son objectif est de 30% d'ici fin 2014.
- Un « nouveau » venu dans l'univers des ETF. J.P. Morgan vient de lancer son premier ETF aux Etats-Unis : JPMorgan Diversified Return Global Equity ETF. L'objectif de la société est de développer une gamme diversifiée en utilisant son savoir-faire en gestion active. Du Smart Béta donc. Ce n'est pas un métier totalement nouveau pour J.P. Morgan puisque la société a fait partie des 5 fondateurs à l'origine du lancement de Source en Europe.

Source : Lyxor, Stoxx, Reuters



Amundi + EDHEC = Smart Béta 2.0

Le mois dernier, nous nous interrogeons sur la capacité des ETF Smart Béta à régulièrement surperformer le marché. En effet, ce n'est pas une recette miracle mais le choix d'un biais, souvent de plus petites capitalisations et plus « value » que le marché. Cela donne de bons résultats puisque ces deux thématiques ont surperformé depuis 15 ans. Nous vous avons alors suggéré deux ETF. En voici un troisième. Amundi, en partenariat avec l'EDHEC lance un nouvel ETF Smart Béta de seconde génération: Amundi ETF Global Equity Multi Smart Allocation Scientific Beta UCITS ETF. Selon l'Edhec, l'indice évite un double écueil :

- Le manque de diversification que l'on retrouve dans les indices capi-pondérés ou dans le Smart-béta basé sur des approches liées aux caractéristiques intrinsèques des titres (low vol, valorisation...).
- S'intéresser qu'aux interactions entre les titres sans se soucier des facteurs de risque.

L'indice de l'Edhec permet une triple diversification : celle des titres le composant, des facteurs de risque et du risque de modèle. Les backtestings sont plutôt encourageants. La surperformance est régulière sauf quand un style domine clairement tous les autres. Par exemple, entre 1994 et 1999 le modèle sousperforme fortement. Le marché était alors monomane sur les large caps de croissance à bêta élevé. Il n'a fallu que quelques mois pour récupérer le retard à partir de 2000. Les frais de gestion de l'ETF sont de 0.4%. Morgan Stanley a également noué un partenariat stratégique avec l'EDHEC pour lancer en Europe leurs premiers ETF sur des indices Smart Béta.

Sources : Amundi, Edhec Risk Institute



Tracking Performance

En théorie, la performance d'un ETF est égale à la performance de l'indice sous-jacent diminuée des frais de gestion. En pratique, d'autres coûts impactent l'investisseur. Bien sûr, les ETF traitant comme des actions, ils subissent des commissions de bourse. Ensuite, la fourchette bid-ask (entre le meilleur acheteur et le meilleur vendeur) représente le coût de la liquidité. Mais ce n'est pas tout. Comme le site ETF.com le précise, on trouve régulièrement un écart entre l'indice et la performance nette de l'ETF ou plus précisément celle de sa NAV. Celui-ci peut représenter 10% à 100% des frais de gestion.

Ces frais peuvent s'expliquer de différentes manières :

- Le gérant peut mettre en œuvre une réplique optimisée. Il ne détiendra pas tous les titres composant l'indice.
- Certains indices, en particulier dans le Smart Béta, peuvent subir des modifications significatives. L'ETF supportera alors des coûts de brokerage plus élevés.
- Certains ETF américains, structurés en Unit Investment Trust, ne peuvent ré-investir les dividendes. C'est un poids dans un marché haussier.

Notons que certains producteurs font du prêt-emprunt au sein de l'ETF pour adoucir la note.

Source : ETF.com, Wsj

Soyez (un peu) contrarian !

Une bulle ne se gonfle pas en un souffle. Il lui faut des temps de respiration. Au moment où la majorité des investisseurs sont convaincus de la poursuite de la hausse ou contraints d'être investis par l'absence d'alternative, nous recommandons une prise progressive de quelques bénéfices.

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.