

Guide pour surperformer les indices

Les données publiées ces derniers jours sont sans appel (cf. page suivante) : la collecte des ETF s'accélère et atteint des niveaux record. Les stock-pickers s'en inquiètent. Qu'ils se rassurent. Si la totalité des investisseurs achetaient des fonds indiciels, il n'y aurait personne pour gommer les anomalies de marché. Dès lors, les derniers gérants actifs pourraient aisément afficher des surperformances exceptionnelles...



Comment surperformer ?

Bien sûr, c'est de la théorie. Dans le monde actuel, la majorité des gérants actifs sous-performent. Les multigérants le savent bien, détecter un gérant régulièrement surperformant est compliqué. Il faut distinguer ceux qui ont réussi par chance ou par le talent. Néanmoins, les statistiques peuvent l'aider :

- Même si le nombre de fonds a crû fortement, la part des fonds gérés réellement activement est passée de 60% dans les années 1980 à 20% en 2010. Ces gérants affichent une surperformance nette de frais (1.26% par an entre 1990 et 2009) (1). Il est probable qu'à long terme, cette proportion ré-augmente, les fonds à tracking error faible étant supplanté par les ETF.
- Contrairement aux idées reçues, les meilleurs gérants laissent une place à leurs émotions dans leur gestion (2)
- Les sociétés de gestion laissant le plus de marge de manœuvre aux équipes de gestion, avec une hiérarchie légère tendent à avoir de meilleurs résultats. (3)
- Mieux vaut sélectionner des fonds à frais de gestion réduits. Bien sûr, les frais grèvent la performance. Mais l'analyse va au-delà. Contrairement à la plupart des industries où le prix de vente est corrélé positivement avec la qualité du produit et/ou la satisfaction du client, la corrélation est négative dans le cas de l'asset management. Plus les frais sont élevés, plus la probabilité de voir le fonds surperformer est basse sur la base de ses performances brutes.

Les gérants peuvent surperformer grâce à leurs qualités intrinsèques. Mais leur univers de gestion, choisi ou non, leur permettra de se distinguer avec plus ou moins de difficultés :

- La part des gérants surperformants est plus élevée sur les marchés les moins efficaces. Par exemple, 55% des fonds investis sur les small-caps internationales surperforment sur 5 ans(4). La couverture des analystes est limitée et les manipulations de prix étant possible, le prix peut s'éloigner des fondamentaux. C'est la seule classe d'actifs dans laquelle la majorité des fonds bat l'indice de référence.
- La gestion « value » a écrasé la gestion « growth ». La surperformance est de 3 300% sur les 90 dernières années.
- En classant les titres par mesure de risque (endettement, spread de crédit...), on trouve une corrélation inverse entre le risque et la performance : le moins risqué, le plus performant (5)
- Les sociétés dans lesquelles la part des dirigeants est élevée et celle des institutionnels basse sont de bons candidats à la surperformance.

Ces études statistiques peuvent bien sûr aider les gérants stock-pickers à sélectionner leurs titres, les multigérants à trouver des gérants surperformants. En tant qu'analyste en allocation d'actifs à base d'ETF, ces informations sont précieuses puisqu'il existe une panoplie d'ETF Smart Béta dont nous parlons régulièrement et qui permettent de mettre en œuvre ces stratégies sans prendre de risque sur un gérant ou une valeur.

- (1) Martijn Cremers et Antti Petajisto « How active is your fund manager ».
- (2) Andrew Lo, Dmitry Repin et Brett Steenbarger "Fear and greed in financial market ; an online clinical study"
- (3) M. Massa et L. Zhang « The effect of organizational structure on asset management »
- (4) Spiva (S&P Indices Versus Active)
- (5) J. Capbell, J. Hilsher et J. Szilagy "In search of distress risk"

Les Flux du 1^{er} semestre

En Europe, au cours du 1^{er} semestre, les actifs investis sur les ETF/ETP ont progressé de 32.1 Md\$ pour atteindre le record de 470 Md\$ sur 2 059 produits provenant de 50 producteurs. Les actions en ont le plus profité (+18.5 Md\$) suivi par les obligations (+12.3 Md\$) tandis que les matières premières subissent une décollecte (-427 M\$). iShares est le premier collecteur (+12.9 Md\$), suivi de Lyxor (+3.6 Md\$) et UBS (+3.4 Md\$). Les tendances sont similaires au niveau mondial. les actifs ont progressé de 127 Md\$ pour atteindre le record de 2 640 Md\$ sur 5 359 produits provenant de 219 producteurs. Les actions en ont le plus profité (+84.2 Md\$) suivi par les obligations (+36.5 Md\$) tandis que les matières premières subissent une décollecte (-3.0 Md\$). iShares est le premier collecteur (+38.0 Md\$) suivi de Vanguard (+34.7 Md\$) et First Trust (+6.5 Md\$).

Source : ETFGI

La BoJ se met au Smart Béta

La banque centrale du Japon (BoJ) achète des ETF. Son objectif s'établit à près de 20 Md\$. Ce n'est pas nouveau. Ce qui est nouveau, c'est que la BoJ s'approprierait à acheter des ETF indexés au nouvel indice Nikkei 400 lancé en janvier 2014. Cet indice sélectionne les titres sur des critères quantitatifs (ROE, marge opérationnelle...) et qualitatifs (adoption des règles IFRS, 2 administrateurs indépendants minimum...). Il s'agit donc de Smart Béta. Il n'existe pas d'ETF sur le Nikkei 400 coté en Europe.

Attention : Chute de Frais

La baisse des prix se poursuit. Deutsche baisse les frais de son ETF indexé au MSCI USA de 0.09% à 0.07%. Au mois de juin, Source avait également baissé à 0.05% le sien sur le S&P500. Preuve de l'importance des frais dans la sélection d'ETF par les investisseurs, iShares, dont les frais de l'ETF sur le S&P500 demeurent à 0.40% a subi la 3^e plus forte décollecte depuis le début de l'année.

ETF actions A à surveiller

Les investisseurs sur le marché de Shanghai risquent être impactés par le projet d'imposition des actions A. Il s'agirait d'une taxe de 10% sur les plus-values qui pourrait agir rétroactivement. Elle ne pourrait concerner que les sociétés liées au secteur immobilier. Bien entendu, seuls les porteurs actuels seraient impactés et non pas ceux qui ont déjà vendu leur position. Chaque producteur a réalisé les provisions adéquates.

Par ailleurs, il convient de garder à l'esprit que chaque producteur d'ETF se voit allouer un quota pour investir en actions A par les autorités locales. Si cet intérêt est progressif, le producteur peut se demander un quota supplémentaire. En revanche, en cas de fort intérêt rapide, le quota peut être utilisé et par voie de conséquence créer une prime sur la cotation de l'ETF. C'est un risque qui ne s'est pas concrétisé sur les ETF cotés en Europe. En revanche, plusieurs ETF cotés à Hong-Kong ont souffert d'une prime allant jusqu'à 13% en 2009-2010.

Changement de nom

Les ETF de la Deutsche Bank vont changer de nom en Europe dans les prochains mois. Les « db x-trackers » vont devenir les « Deutsche x-trackers ».

Les Dividendes ne protègent pas

Les métiers de gérant d'actifs ou d'analyste sont passionnants. Ils sont en mouvement en permanence. Mais il faut régulièrement se remettre en question car les réflexes ou modèles construits au cours de certaines phases de marché peuvent devenir inadéquats. La crise du début de la décennie précédente a instillé l'idée que les valeurs à dividendes élevés étaient plus résistantes que les valeurs de croissance en cas de marché baissier. Le paiement d'un flux de revenus rassurerait. En quelque sorte, en cas de baisse, l'investisseur est payé pour attendre. De plus, ces sociétés appartiennent le plus souvent à des secteurs matures donc moins cycliques.

Pourtant lorsqu'on analyse les performances des ETF composés de ce type de valeurs sur le marché américain au cours des « bear markets » de 2008 et 2011, on constate qu'ils n'ont été d'aucune protection. Leur performance était même parfois inférieure à l'indice S&P500.

Il faut prendre ces outils pour ce qu'ils sont : un (très) bon moyen de participer à la hausse des actions dans un monde de taux bas. Néanmoins, ils risquent d'être parmi les premiers sanctionnés lorsque les marchés se retourneront. En effet, le principal risque vient du comportement de la Fed. Si la liquidité se réduit alors il est probable que les taux d'intérêt remonteront. Les valeurs à dividende élevé en souffriront.

Patience

Depuis la mi-juin, nous recommandons d'adopter une allocation plus conservatrice. Il peut être tentant de reprendre quelques positions sur la zone euro quand l'EuroStoxx 50 flirte avec les 3 200 points. Mais l'absence de correction sur le marché américain nous invite à la patience.

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.