

Pourquoi les gérants vraiment actifs peuvent réussir dans le monde du beta

Vendredi, 10/06/2017

Le débat qui oppose la gestion active à la gestion passive est souvent présenté comme divisant le monde de l'investissement en deux camps irréconciliables. Toutefois, gestions active et passive ne sont pas nécessairement incompatibles.

«Je pense qu'il vaut mieux se placer parmi les meilleures sociétés de gestion que parmi les plus grandes.»

Si l'essor de la gestion passive représente un défi, les gérants vraiment actifs ne devraient pas pour autant être obnubilés par les pressions croissantes du beta, mais devraient plutôt se soucier de créer de la valeur pour les investisseurs.

L'ère de la gestion passive a débuté de manière singulière. En 1975, John C. Bogle, fondateur de Vanguard, inspiré par un article publié en 1974 par Paul Samuelson, prix Nobel d'économie, a révolutionné le monde de la finance en créant la gestion d'exposition automatique au marché sans gérant actif.

Depuis, le développement des véhicules d'investissement passif a donné lieu à des changements positifs : une évolution naturelle grâce à une innovation accrue et une plus grande attention portée aux frais et charges. Les véhicules de gestion passive offrent une exposition au marché peu coûteuse et un meilleur accès à des classes d'actifs plus « ésothériques ». Mais la trace la plus significative qu'ils laisseront sur le monde de l'investissement sera peut-être sa démocratisation, car ils permettent à un plus grand nombre de petits investisseurs d'entrer sur le marché par l'intermédiaire de courtiers pratiquant la gestion automatisée.

Aujourd'hui, plus de quarante ans après leur introduction, de plus en plus de données viennent confirmer que les fonds à gestion passive surperforment la grande majorité des fonds gérés activement. Un constat qui soulève le problème de la justification des frais de gestion, tout particulièrement en période de faible croissance et de taux d'intérêt extrêmement bas. Jamais la gestion active n'a fait l'objet d'une telle attention. Le moment est venu pour elle de prouver sa capacité à apporter une valeur ajoutée.

Menace d'extinction

Avec l'émergence des véhicules de gestion passive et des stratégies « smart beta », les responsables de l'allocation d'actifs ont remis en question, à juste titre, l'existence de « fonds indiciaires déguisés » ou de « benchmark huggers » actifs. Pour le secteur de la gestion active, les statistiques sont inquiétantes. Selon une étude SPIVA comparant les stratégies actives aux indices S&P, sur une période de cinq ans, seulement 25 % des gestionnaires actifs ont battu l'indice S&P Europe 350 et ils ne sont que 11 % à avoir dépassé les indices des marchés émergents. Par ailleurs, fait encore plus inquiétant, moins de 10 % des gérants actifs ont surperformé les indices américains majeurs.

Dans ce contexte, les gérants actifs doivent se demander s'ils offrent effectivement de la valeur ajoutée ou ce que l'on appelle aujourd'hui une gestion « à alpha véritable ou active ». Pour certains, cela peut soulever des questions profondes sur la philosophie de la société et la construction des processus d'investissement. Pour l'heure, les responsables de l'allocation d'actifs doivent se demander ce qui rend une gestion réellement active et où la trouver. Quant à ceux qui continuent de répliquer les indices, la menace d'extinction est réelle et imminente.

Hausse de l'alpha généré par une « vraie » gestion active

Qu'est-ce que la vraie gestion active ? La part active mesure l'écart entre un portefeuille et son indice de référence. L'ESMA a défini un seuil supérieur à 60 % pour qu'un fonds soit considéré comme actif, alors que nos fonds présentent actuellement une part active de plus de 80 %.

En matière de processus, les gérants actifs peuvent générer un vrai alpha en exploitant constamment les inefficiences de prix et en prenant des positions actives par rapport à un indice de référence sur la base des données fondamentales des sociétés. Ainsi, au lieu de subir des rotations sectorielles, susceptibles de prendre au dépourvu des styles d'investissement basés sur les facteurs, tels que l'investissement momentum, les gérants actifs peuvent en tirer profit. Les gérants vraiment actifs peuvent également intégrer des recherches internes et prendre des positions à contre-courant pour déceler des anomalies de valorisation.

Les gérants actifs peuvent également jouer un rôle important en prenant des décisions d'allocation d'actifs efficaces dans le cadre desquelles des équipes d'investissement multi-actifs réagissent à des environnements fluctuants.

Question de taille

Selon certaines recherches, la taille constitue un facteur majeur de génération d'alpha. Tout simplement, dans la plupart des cas, plus un fonds est gros, plus il est difficile d'exploiter les inefficiences du marché.

Par exemple, selon Lipper, la taille moyenne des dix plus grands fonds d'actions européennes est de 4,6 milliards d'euros. Or, la performance active générée par ces dix acteurs au cours des cinq dernières années s'élève à 1,5 % par an, nette de frais. Toutefois, la performance annualisée moyenne des dix fonds les plus performants de l'univers sur les cinq dernières années est de 13,3 % alors que leur taille moyenne s'établit à 311 millions d'euros seulement. Maintenant, si nous étendons la sélection aux 30 meilleurs fonds sur cinq ans, la taille moyenne reste modeste (500 millions d'euros), mais la performance moyenne par an reste très élevée (9 %).

Pour remédier à ce problème endémique, il faut, d'une part, que les sélectionneurs de fonds commencent à inverser la tendance d'une prédilection pour les grands fonds actifs et, d'autre part, que les sociétés de gestion active réévaluent leurs contrôles de capacité pour assurer que leurs processus sont capables de continuer à générer un véritable alpha.

Les fusions-acquisitions sont-elles des ennemis du vrai alpha ?

Je pense qu'il vaut mieux se placer parmi les meilleurs que parmi les plus grands. Les gérants sont de plus en plus différenciés dans le contexte actuel. Dans la course à la croissance des actifs, des fusions spectaculaires donnent naissance à des sociétés de gestion colossales, ce qui semble indiquer que le secteur de la gestion active n'a pas d'autre choix que de s'organiser en grandes entités.

Je considère cette tendance comme inquiétante. Elle est susceptible de provoquer une plus grande concentration de montants importants de capitaux, une augmentation des contraintes de liquidité et une réduction de la capacité des gérants actifs à exploiter les inefficiences du marché et à investir dans des titres inédits ou dans des secteurs délaissés. Les gérants seront de plus en plus contraints d'investir dans des actifs importants et liquides proches des indices, d'où une atténuation des facteurs de différenciation.



Les fragilités de la gestion passive

Nous ne sommes pas contre l'investissement passif, et nous pensons que les gérants actifs peuvent au contraire bénéficier de son développement en restant fidèles à leur ADN de créateurs d'alpha et en offrant aux investisseurs des solutions durables et complémentaires.

Toutefois, il est important que les responsables de l'allocation d'actifs soient conscients des limites de la gestion passive. Si les inconvénients de la gestion active ont été largement discutés, il faut savoir que les produits d'investissement passif devront faire face à un certain nombre de difficultés.

Un obstacle potentiel peut être la directionnalité du marché qui a contribué à l'essor de ces produits depuis la crise financière : la gestion passive, ou le beta pur sur les actions, s'est développée à la faveur d'un marché constamment haussier depuis le début 2009. Depuis, le S&P 500 et le STOXX Europe 600 ont enregistré une performance annualisée de 14.9% et 11.9% respectivement (Bloomberg, 31.12.2008 - 30.09.2017). Malheureusement pour les investisseurs, les marchés boursiers ne progressent pas en ligne droite indéfiniment et nous pourrions assister à des rotations nuisibles à la performance indicielle. Par ailleurs, tous les ETF ne limitent pas les frais à dix ou quinze points de base. Ces frais peuvent parfois être beaucoup plus élevés. Par exemple, certains ETF des marchés émergents affichent un TFE (total de frais sur encours) de 72 points de base.

L'augmentation des fonds passifs ne menace pas fondamentalement l'existence des gérants vraiment actifs qui s'attachent à générer un alpha régulier aux investisseurs. Au contraire, elle aura permis de mieux différencier les types de gestion et de faire renaître l'idée d'une gestion vraiment active dans l'esprit des investisseurs.

Plus le secteur de la gestion active identifie ses faiblesses et y remédie, plus il renforce sa crédibilité à long terme. Cela implique de démontrer la valeur que ce type de gestion peut apporter et de présenter aux clients des solutions de gestion vraiment active. Alors seulement la confiance dans la capacité des gérants actifs à générer des rendements durables justifiant les frais pourra être restaurée.

Attention: certains trackers ne remplissent pas leur objectif



Source

SYZ Asset Management, Bloomberg. Données au: 30 Septembre 2017

Disclaimer

Le présent document a été publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, son émission ou son utilisation. Il appartient aux utilisateurs de vérifier si la Loi les autorise à consulter les informations ci-incluses. Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente d'instrument financier quel qu'il soit, ou comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent pas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les valorisations de marché, les conditions et les calculs contenus dans le présent document sont des estimations et sont susceptibles de changer sans préavis. Les informations fournies sont réputées fiables. Toutefois, le Groupe Syz ne garantit pas l'exhaustivité ou l'exactitude de ces données. Les performances passées ne sont pas un indicateur des résultats futurs.