

Gestion active contre gestion passive : un faux débat

L'univers de la gestion a connu un profond bouleversement au cours des dix dernières années : plus grande complexité des produits, élargissement du panel des actifs, émergence des pays en développement, etc. Ces changements se sont accompagnés d'une rapide montée en puissance de la gestion indicielle et en particulier des ETF, bousculant les habitudes des gérants d'actifs. Progressivement, les investisseurs doivent donc apprendre à concilier gestion de conviction et recherche du bêta. Explications...

Gestion active contre gestion passive. Le sujet a longtemps pris des allures de guerre de religion. La terminologie, elle-même, aurait tendance à renforcer l'antagonisme, comme si l'une apportait une valeur ajoutée qui ferait défaut à l'autre. La gestion active représenterait la quintessence de la gestion d'actifs tandis que la gestion passive ne ferait qu'accentuer le réflexe suiviste des marchés. Bref, gérants et clients seraient sommés de choisir leur camp.

« C'est vrai que le débat fait rage. On oppose ces deux types de gestion à cause du succès du bêta. Mais en réalité, ils sont complémentaires, explique Eric

Wohleber, Directeur d'IShares en France. *La gestion passive est clairement une alternative à la gestion active qui ne délivre pas ses promesses. »*

La montée en puissance de la gestion passive est l'une des évolutions majeures de ces dix dernières années. Elle répond avant tout à un besoin de simplicité et de transparence. En effet, l'univers d'investissement s'est considérablement élargi. Il n'est plus uniquement national ou occidental, mais mondial. La montée en puissance des pays émergents a bouleversé la donne en matière d'investissement d'autant que ces nouveaux marchés sont de moins en moins corrélés avec les

marchés développés. Or, une gestion active à l'échelle mondiale est compliquée à mettre en œuvre et chère.

L'élargissement concerne également le panel des actifs. Les marchés sont aujourd'hui plus nombreux et plus complexes : matières premières, immobilier et capital investissement ont pris de l'importance depuis quelques années aux côtés des marchés actions, obligataires et monétaires. Or, la gestion passive est souvent adoptée par des gérants qui recherchent une exposition sur des marchés difficiles d'accès pour des raisons techniques comme la liquidité ou les tailles minimales d'investissement, ou tout simplement lorsque le gérant manque d'une expertise particulière.

Enfin, le tableau ne serait pas complet sans un rappel des deux crises enregistrées par les marchés actions depuis dix ans : l'explosion de la bulle internet (2000-2002) puis la crise récente (2007-2008). Elles ont souligné, parfois cruellement, la difficulté pour les professionnels de la gestion active à performer dans la durée. A tel point qu'on estime aujourd'hui que l'allocation d'actifs contribue à hauteur de 80 % à la performance globale. Or, les fournisseurs d'indices ont suivi ces évolutions en proposant de nouveaux produits toujours plus pointus qui répondent à la demande des investisseurs et collent à la réalité des différents marchés et actifs.

Dans le même temps, les crises ont souligné certaines faiblesses structurelles de la gestion active. Par définition, les investisseurs pris dans leur ensemble ne peuvent gagner plus que le rendement du marché avant coûts. Autrement dit, une moitié doit battre le marché et l'autre moitié perdre. On peut en conclure qu'après coûts, l'investisseur

Comment utiliser les ETF

Avec désormais plus de 1 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion dans le monde, les ETF ont connu une croissance très rapide depuis quelques années. Les investisseurs sont de plus en plus nombreux à découvrir l'extrême variété de solutions offertes par ces véhicules d'investissement souples, peu chers et transparents.

Allocation stratégique.

L'importance et la diversité du marché des ETF en fait de puissants outils de construction de portefeuille. Les ETF facilitent notamment l'approche d'allocation cœur / satellite. Ainsi, une approche cœur dans des indices de marché larges peut être complétée par des positions satellites investies dans un style d'investissement,

un secteur, une taille de capitalisation ou une région. Les ETF permettent aux gérants d'être plus actifs dans la gestion de leurs satellites. Ils accèdent notamment à des domaines pour lesquels ils ne disposent pas d'une vision particulière ni d'expertise d'investissement, mais où ils recherchent néanmoins une exposition à un indice spécifique.

Allocation tactique. La rapidité et le faible coût des transactions des ETF en font des produits bien adaptés à la mise en œuvre d'un large éventail de stratégies d'allocations d'actifs tactiques. Les gérants peuvent mieux contrôler l'impact des fluctuations de trésorerie en investissant une partie des liquidités dans certaines expositions aux

marchés, et ce de manière rapide et peu coûteuse. Ils ont également la possibilité de faire basculer les expositions d'un portefeuille.

Combiner stratégie active et passive.

Un portefeuille cœur en gestion active peut très bien être complété par des positions satellites indicielles sur d'autres marchés ou classes d'actifs lorsque le gérant ne cherche pas à ajouter de la valeur par le biais d'une sélection individuelle de titres. L'utilisation des ETF pour la partie satellite fournit une exposition immédiate et permet d'ajuster aisément la position dans l'éventualité où le gérant chercherait à rééquilibrer sa stratégie d'allocation d'actifs.

À savoir

L'**alpha** mesure la capacité d'un gestionnaire actif à créer de la valeur par rapport à son indice de référence. Le **bêta** est la performance de cet indice de référence, et renvoie à la gestion passive. L'écart entre l'alpha et le bêta est la Tracking Difference, il s'agit d'une simple soustraction sur une période donnée. A contrario, la Tracking Error, est une mesure statistique qui évalue le risque pris par le gérant actif. Il s'agit de la volatilité des écarts de performances, souvent calculée sur une base mensuelle.

moyen va sous-performer le marché. Or, le client est-il en mesure d'identifier le gérant qui surperforme le marché dans la durée ? Est-il capable d'analyser les raisons de cette surperformance ? « Nous n'allons pas vers la fin de la gestion active mais vers une imbrication entre la gestion active et la gestion passive », constate Eric Wohleber. La véritable menace est celle qui pèse sur la gestion active « benchmarkée », une gestion qui s'écarte peu de son indice de référence. Sa surperformance ne peut être que limitée alors qu'elle supporte les coûts d'une gestion active. En revanche, la gestion de conviction a toujours sa place, surtout dans un contexte d'après-crise où les marchés cherchent une orientation. Gestion active et gestion passive sont également complémentaires dans leur façon de s'inscrire dans

Gestion active ou gestion passive : se poser les bonnes questions		
Est-ce que les objectifs des investisseurs sont cohérents avec les caractéristiques des produits de la gestion active (prix, liquidité, etc.) ?	OUI ↓ NON →	Gestion indicielle "Moins un marché est efficace, plus le potentiel est important pour que la gestion active apporte une valeur ajoutée. Les inefficiences de marché peuvent être dues à un manque d'information sur les sociétés (cf les small caps ou les valeurs internationales), à un manque de liquidité (cf le secteur immobilier ou les marchés obligataires émergents), etc. La gestion active affiche un coût plus élevé que les fonds indiciels. C'est l'un des principaux challenges à relever pour ce type de gestion. Les investisseurs doivent, par conséquent, connaître les caractéristiques des produits de gestion active ainsi que leur coût (seul un retour plus élevé de ces fonds justifie un coût supérieur)."
Y a-t-il des gérants de talent qui peuvent créer de la valeur dans la durée ?	OUI ↓ NON →	Gestion indicielle "Même si la plupart des gérants actifs réussissent à créer de l'alpha, il est difficile de surperformer dans la durée (net des frais et coûts de gestion). La gestion passive peut apporter de la valeur ajoutée aux gérants en l'absence de convictions fortes ou palier à un manque d'expertise."
Est-ce que l'investisseur est confiant dans sa capacité à identifier les gérants qui surperforment le marché ?	OUI ↓ NON →	Gestion indicielle "Les investisseurs doivent analyser le benchmark le plus approprié, c'est-à-dire celui qui permet d'évaluer la capacité d'un fonds à créer de l'alpha de manière fiable. Les investisseurs doivent auditer les gérants actifs afin de comprendre leur processus d'investissement. Ces audits doivent être revus régulièrement pour détecter d'éventuels écarts ou déviations par rapport à la stratégie initiale."
Gestion active		

Source : BlackRock

la durée. La gestion de conviction nécessite du temps. La pertinence des choix ne peut être jugée que sur plusieurs années. Au contraire, le recours aux ETF dans une gestion passive est adapté à une allocation tactique. Par exemple, une analyse sectorielle pertinente basée sur le coefficient bêta peut

permettre au gérant de mettre en œuvre une stratégie de rotation rapide entre les secteurs. Ainsi, peut-on voir s'esquisser un partage des rôles entre la gestion active et la gestion passive qui devrait mettre fin aux guerres de religion.

Gestion passive : quelle solution indicielle choisir ?

Un investisseur qui souhaite s'exposer à 100% à un indice a principalement le choix entre utiliser un ETF, un swap, un future, un fonds ou un mandat indiciel. Seule une analyse approfondie permet de déterminer celui qui sera le mieux adapté à ses besoins.

Rechercher l'efficacité opérationnelle

Alors que les ETF sont des OPCVM qui ne réclament au quotidien qu'une gestion et un suivi assez légers, les futures nécessitent la réévaluation journalière des positions au cours du marché et la gestion des appels de marge. Les swaps, quant à eux, permettent de faire du « sur-mesure » mais les garanties et les flux financiers doivent être suivis et compensés chaque jour. Par ailleurs, la cotation sur le marché des ETF et des futures est un gage de transparence. Les contrats de swaps sont les plus pénalisés en termes de flexibilité compte tenu des

nécessaires opérations d'ouverture, de suivi et de fermeture des positions.

Les coûts et les risques

Lorsque les investisseurs comparent les futures et les ETF, ils s'intéressent généralement aux aspects économiques. Les swaps sont à cet égard très différents puisque ce sont des produits non standardisés. Ils se distinguent par des coûts opérationnels et de mise en place élevés. L'analyse des coûts explicites donne a priori l'avantage aux futures, surtout à un horizon de l'ordre d'un mois. Pour un investissement à plus long terme, l'écart se réduit, voire s'inverse en faveur des ETF. C'est encore plus le cas si on intègre certains coûts implicites. Ceux-ci peuvent influencer sur la performance positivement ou négativement, notamment en raison de l'impact des transactions sur le marché et des anomalies de valorisation des

futures. Par ailleurs, les ETF peuvent générer des revenus supplémentaires qui minorent leur coût total.

Conclusion

Les investisseurs privilégiant les opérations à très court terme, une liquidité intraday élevée et les ventes à découvert, retiendront en priorité les futures. Les swaps constituent probablement la meilleure solution pour les investisseurs qui recherchent des instruments sur-mesure. Les ETF, avec des expositions indicielles toujours plus nombreuses et une souplesse de négociation remarquable, offrent un net avantage opérationnel par rapport aux deux autres solutions.

