

Gestion active : « l'étendue » d'un marché détermine sa valeur ajoutée.

Par Rolf Hermans, stratégeste de portefeuille chez Robeco



De nouvelles recherches menées par Robeco démystifient la croyance selon laquelle les gérants actifs ajoutent peu de valeur sur les marchés efficaces. Rolf Hermans, stratégeste de portefeuille sénior chez Robeco, explique que l'étendue d'un marché est l'élément clé pour déterminer le potentiel d'une gestion active

De temps en temps, c'est une bonne idée – même pour un gérant actif – d'évaluer la valeur ajoutée de la gestion active. Le scepticisme à propos de sa valeur-ajoutée a été alimenté par un certain nombre d'études. Elles ont apporté une confirmation empirique de la difficulté rencontrée par la moyenne des participants pour surperformer le marché. En fait, il serait étrange si les résultats démontraient autre chose. Après tout, une fois que les coûts ont été intégrés, la performance nette de la moyenne des fonds sera – presque par définition – inférieure au rendement du marché.

Il est raisonnable de conclure que les investisseurs qui ne souhaitent pas consacrer du temps ou de l'argent à chercher des gérants actifs se sentent probablement mieux avec une alternative passive. Il ne faut cependant pas oublier que des fonds passifs ont également besoin d'être évalués avec soin étant donné les différentes façons (et coûts) de répliquer un indice.

Mais pour les investisseurs qui recherchent un gestionnaire actif qui peut leur apporter de la valeur ajoutée, il est utile de connaître les catégories dans lesquelles ils ont le plus de chance d'avoir du succès. Notre dernière recherche donne un nouvel aperçu des facteurs qui rendent certains segments de marché plus favorables que d'autres à une gestion active. Les résultats peuvent être surprenants.

Forte persistance de la performance des meilleurs fonds

A ce jour, la recherche académique dans ce domaine s'est principalement portée sur les fonds actions américains. Comme première étape de notre propre recherche, nous avons donc reproduit les études précédentes sur ce même marché ([cliquez ici pour accéder au livre blanc présentant les résultats complets de nos analyses](#)).

A de nombreux égards, notre recherche a confirmé ces résultats, et plus particulièrement qu'il existe une forte persistance (une surperformance systématique après élimination du facteur chance par exemple) de la performance des fonds gagnants et perdants aux Etats-Unis.

Notre recherche a également corroboré les précédentes constatations : la persistance de la surperformance des meilleurs fonds peut être largement attribuée aux stratégies systématiques bien documentées, exploitant des anomalies d'investissement telles que les tendances qu'ont les petites actions à surperformer les grandes capitalisations et qu'ont les actions Value à surperformer celles de croissance sur de longues périodes.

Cependant, nous devons noter que ces conclusions ont été fondées sur des comparaisons utilisant des indices théoriques. Nous ne pensons pas que cette approche soit optimale. Pour qu'une comparaison soit significative, nous avons le sentiment qu'elle devrait être faite au moyen d'alternatives dans lesquelles il est réellement possible d'investir plutôt qu'avec des indices académiques. Le terrain de jeu doit être le même.

Deux-tiers de la surperformance des fonds du premier quintile étaient de l'alpha pur

De ce fait, nous avons évalué la performance des fonds gagnants contre un ensemble de fonds indiciels passifs imitant les stratégies systématiques menées par les meilleurs fonds. Il a ainsi été possible de soustraire les effets des facteurs de stratégies du rendement total. Ce qui est resté – s'il doit rester quelque chose – serait attribué à de l'alpha pur.

De cette façon, en faisant des comparaisons plus justes, une nouvelle vue sur la gestion active a émergé. Il s'est avéré que seulement un tiers environ de la surperformance parmi les fonds du top quintile était attribuable à des facteurs systématiques ; les deux tiers restant étaient de l'alpha pur. De telles conclusions renforcent notre confiance dans la capacité qu'a la gestion active de produire une surperformance persistante, et pour les investisseurs d'en tirer les bénéfices.

Elargissement de l'univers d'étude

L'étape suivante a été d'étendre l'univers d'étude aux fonds actions investissant dans d'autres régions, dont l'Europe et les marchés émergents, ainsi qu'aux autres classes d'actifs comme l'immobilier et les obligations européennes. Une fois encore nous avons trouvé que, sur la plupart des marchés, existait la preuve de la contribution apportée par une gestion active.

Le plus intéressant, cependant, est la dispersion du potentiel de rendement d'une gestion active à travers les segments de marché. Afin de déterminer le facteur qui pourrait expliquer ces différences, nous avons tout d'abord regardé l'efficacité du marché. Ce que nous avons découvert fut une surprise : il est apparu que le potentiel d'une gestion active n'y est pas corrélé.

Aucun lien entre l'efficacité des marchés et la valeur ajoutée de la gestion active

Pourquoi être surpris par ce résultat? Selon la sagesse conventionnelle, plus le marché est efficace et moins la gestion active a un potentiel d'alpha. Cette perception montre que la sélection d'une stratégie passive dans les périodes où les marchés sont efficaces, permet de capturer le bêta de manière rentable. Cette façon de penser a mené les investisseurs à jouer le marché des actions américaines (un marché relativement efficace) de façon passive et les marchés émergents (qui ne sont pas relativement inefficaces) de façon active.

Mais il est temps de repenser cette façon de faire. Notre recherche n'a trouvé aucun lien entre l'efficacité des marchés et la valeur ajoutée d'une gestion active. En fait, nous pouvons conclure que l'efficacité des marchés n'est pas un facteur pertinent pour le potentiel de génération d'alpha.

La clé d'une gestion active est « l'étendue » du marché

Ce n'est pas tout. Nous avons également découvert que le point le plus déterminant du potentiel de valeur ajoutée d'une gestion active est ce que nous appelons « l'étendue » du marché : il s'agit du nombre d'options d'investissement indépendantes qui est à la disposition d'un gérant dans un marché donné. Les petites capitalisations américaines par exemple ont une étendue considérable : elles sont nombreuses, elles couvrent un large spectre de secteurs et offrent une vaste possibilité de sélection de caractéristiques spécifiques d'entreprises. Cela donne à un bon gérant pas mal de grain à moudre.

En revanche, l'univers des obligations gouvernementales européennes est beaucoup moins étendu. Le nombre d'opportunités d'investissement indépendantes est limité. Dans ce marché, un investisseur doit être très bon pour prédire les hausses ou baisses de taux d'intérêt.

Cela étant dit, nous devons prendre un autre facteur en considération : la divergence entre les gouvernements européens, un élément qui est devenu douloureusement évident ces derniers mois. En fait un des résultats de la crise de la dette de la zone euro a été l'élargissement rapide des marchés obligataires européens, les opportunités d'investissement se multipliant grâce au risque plus élevé de défaut de quelques obligations.

L'étendue d'un marché est dynamique

L'étendue d'un marché n'est évidemment pas fixe. Elle change à travers le temps. En conséquence, il est nécessaire d'être visionnaire lorsque l'on considère la variable « étendue ». Cela a des implications importantes pour décider quels marchés sont les bons pour un gérant actif.

En bref, plus le marché réel ou prévu est étendu, plus il est probable que la recherche d'un bon gérant actif sera fructueuse. Mais soyons clairs sur un point : décider sur quels marchés vous souhaitez être actifs n'est que la première étape du processus. La recherche du meilleur gérant actif sur ce marché doit encore avoir lieu.

[Pour obtenir davantage d'information sur la gestion active, cliquez ici](#)

Avertissement

Ce document possède un caractère privé et confidentiel ; il est à l'usage exclusif de la personne à laquelle il a été remis par Robeco Gestions. Il ne peut être diffusé, reproduit ou publié partiellement ou intégralement à destination de tout tiers sans l'accord écrit préalable de Robeco Gestions. Les avis et opinions que Robeco Gestions est susceptible d'émettre notamment sur les marchés et/ou les instruments financiers ne peuvent engager sa responsabilité. Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation en vue de la souscription à ces produits ; l'investisseur étant seul juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amené à conclure. Avant toute transaction, l'investisseur doit s'assurer que les supports choisis correspondent à sa situation financière et à ses objectifs en matière de placement ou de financement, il doit prendre connaissance des prospectus de chaque OPCVM, comprendre la nature des supports choisis, leurs caractéristiques et leurs risques notamment de perte en capital. Les informations légales devant être remises avant toute souscription d'OPCVM, notamment les prospectus complets et simplifiés, sont disponibles auprès de Robeco Gestions ou sur le site Internet www.robeco.fr. Robeco Gestions est agréé par l'AMF en tant que société de gestion depuis le 1er juillet 1997. N° d'agrément : GP 97-72