



Académie de Comptabilité
Petit-Déjeuner du 14 avril 2015
Au Cercle Interallié

Les ETF, instruments d'une gestion intelligente du Bêta ?

Sylvie MALECOT

Président de Millenium – Actuariat & Conseil

Membre du Club des Investisseurs de Long Terme du Centre des Professions Financières

« N'entretiens pas l'espoir de ce qui ne peut être espéré. »

PYTHAGORE

Les ETF, acronyme pour Exchange Traded Funds, sont des fonds indiciels cotés en bourse qui cumulent les avantages des OPCVM -diversification, cadre réglementaire strict - et ceux des actions – simplicité de négociation, liquidité continue, encadrement de la liquidité par des teneurs de marché spécialisés et par une Bourse.

Initialement, les ETF visent à répliquer la performance d'un indice. La liste des classes d'actifs accessibles est large. Aussi, existe-t-il plusieurs centaines, voire milliers d'indices différents :

- ✓ les indices actions, quels que soient le pays ou la zone géographique ;
- ✓ les indices sectoriels, selon une appréciation économique et/ou extra-financière ;
- ✓ les indices obligataires, qui peuvent être globaux, ou segmentés par nature, duration et/ou niveaux de notation ;
- ✓ les indices monétaires, mono et multi-devises ;
- ✓ les indices exposés aux contrats sur matières premières, et même des indices exposés à des marchés immobiliers.

Les ETF ont progressivement supplanté les fonds indiciels chez les investisseurs institutionnels, car ils offrent la possibilité d'une double cotation.

Ainsi, si l'on prend l'exemple des ETF traités chez NYSE-Euronext, les ETFs sont négociables en continu sur les marchés au comptant de NYSE Euronext et peuvent ainsi être achetés/vendus toute la journée pendant les horaires de cotation, en continu de 9h05 à 17h30, ou sur les cours de fixing, à 9h00 en ouverture et à 17h35 en clôture.

Euronext offre la possibilité de choisir différents types d'ordres : ordre à cours limité, au marché, indexé et à déclenchement (seuil ou plage). Tous les ETF listés sur NYSE Euronext Paris sont éligibles au Service de Règlement Différé (SRD) « Long Only » c'est-à-dire sur des positions acheteuses seulement.

Force est de constater le succès grandissant des ETF auprès des investisseurs institutionnels.



1- Les ETF, instruments désormais incontournables de la gestion d'actifs institutionnelle

Le marché européen des ETF a plus que doublé en 5 ans pour atteindre 362 milliards d'euros fin 2014. Certes, les ETF ne représentent encore que 5.5% des actifs gérés en Europe, contre 12% aux Etats-Unis, sur un marché plus mature.

Le succès des fonds indiciels, puis des ETF, s'appuie principalement sur l'une des conclusions de la théorie de Markovitz.

Rappelez-vous, celle-ci stipule que l'espérance de rendement d'un portefeuille est fonction de l'espérance de rendement de son indice de référence, modulo un coefficient Bêta, auquel on ajoute un coefficient Alpha, que les anglo-saxons appellent le « *skill* », le savoir-faire du gérant.

L'une des conclusions majeures de l'application de cette théorie est que, sur le long terme, aucune gestion active ne peut battre un indice.

Pour des raisons de frais de gestion tout d'abord.

Et surtout parce qu'aucun gérant ne peut battre l'indice dans toutes les conditions de marché : certains excellent dans des marchés baissiers, d'autres surperforment dans des situations de *bull markets*. Plus on intègre de composantes de sources de performance – marché, pondération sectorielle, change -, plus l'indice global devient difficile à battre.

Dans un premier temps, on a donc privilégié la gestion active benchmarkée, encouragée par le régulateur, puisque l'AMF exige la référence à un indice dans les documents d'information de tout mandat ou fonds, dédié ou ouvert. Mais, afin de ne pas risquer de sous-performer l'indice de référence par un choix différenciant, les gérants ont naturellement calé peu ou prou la composition de leur portefeuille sur celle de l'indice... avec la quasi-certitude de ne pouvoir battre l'indice durablement, compte-tenu des frais de gestion.

Dès lors que le marché des instruments dérivés devenait suffisamment large et profond, il apparaissait plus simple et moins coûteux pour l'investisseur de se positionner sur des fonds indiciels. On ne fera jamais mieux que l'indice, mais on est certain de ne pas faire moins bien.

Faibles frais de gestion et liquidité apparente sont les deux critères qui ont achevé de rendre séduisants les ETF.

Les coûts réduits rendent les ETF très attractifs pour une gestion de portefeuille optimisée. L'investisseur bénéficie des variations du sous-jacent sans avoir à acheter chacun de ses composants. L'absence de gestion active permet aux ETF d'avoir des frais de gestion annuels réduits.

La liquidité est assurée par les apporteurs de liquidité animant les ETF, qui proposent en permanence une fourchette achat/vente du fixing d'ouverture jusqu'à la clôture. Théoriquement, ce processus garantit également une profondeur adaptée aux ordres les plus élevés.

On peut considérer que la fourchette achat/vente est un bon indicateur de liquidité : plus la fourchette est serrée, plus l'ETF est liquide.

Attention néanmoins à ne pas regarder les critères de frais de gestion et de liquidité en trompe-l'œil.



Certes, les frais de gestion des ETF sont faibles. Mais la performance sera celle de l'indice, ni plus, ni moins. Dans un contexte de marché adverse, aucun mécanisme de stop-loss, d'arbitrage, ne viendra atténuer la contre-performance.

On peut dès lors s'interroger si l'utilisation des ETF par un investisseur de long terme ne doit pas être systématiquement contrariante par rapport aux tendances de marché. Quand tous les investisseurs se positionnent sur une gestion active, parce qu'en recherche d'un différentiel de performance par rapport à leurs concurrents, comme c'est le cas actuellement, les flux rendent les marchés haussiers, presque indépendamment du contexte macro-économique. Investir sur des ETF permet dans ce cas de surfer sur la tendance haussière du marché.

A l'inverse, quand les marchés s'infléchissent, alors que les ETF ne peuvent qu'accompagner le mouvement de baisse, le choix d'un gérant actif donnera une approche plus sélective, souvent mieux sécurisée, pour limiter le risque de baisse.

Quant à la liquidité, elle doit être analysée de manière relative.

Le marché européen des ETF est très concentré. Les trois premiers fournisseurs d'ETF représentent les 2/3 des encours : le leader, I-Shares (Blackrock) pèse à lui seul pour 46%, suivi de db-X-trackers (Groupe Deutsche Bank) à 11.8% et Lyxor (Groupe Société Générale) pour 10.5% des parts de marché.

Certes, la liquidité confère aux ETF un rôle essentiel dans l'allocation d'actifs. La capacité de traiter rapidement des volumes importants permet d'agir presque en temps réel à un niveau donné de marché, pour modifier une allocation d'actifs.

Pourtant, la liquidité des ETF n'existe que tant qu'acheteurs et vendeurs sont présents. Dans une phase de crise, on peut craindre une inefficience grave, due à l'absence d'acteurs finaux. On serait alors dans une situation proche de celle du crédit obligataire à l'automne 2008 : il n'y a plus de cotation, et les négociations se tarissent de fait. Si cette situation est peu probable sur des indices très liquides, elle n'est pas exclue sur des marchés plus étroits : indices émergents ou matières premières par exemple.

Se positionner sur un ETF n'affranchit pas du risque d'illiquidité du marché sous-jacent. Bien au contraire, puisqu'on se concentre sur la réplique de l'indice.

Il existe des multitudes d'indices. Certains sont même construits pour répondre aux contraintes spécifiques d'un client : un filtre ISR sur une classe d'actifs donnée par exemple. La liquidité de l'ETF ne sera possible que si l'indice sous-jacent répond lui-même à cinq critères majeurs :

- ✓ Exhaustivité : L'indice (ou l'ETF) reflète-t-il avec précision l'ensemble des opportunités d'investissement de l'univers choisi, sous réserve d'un compromis entre la largeur de l'exposition au marché et les qualités d'investissement des valeurs au sein d'un indice.
- ✓ Règles de construction de l'indice : Les règles de construction de l'indice sont-elles transparentes, objectives et communiquées au public ?
- ✓ Données : Les données relatives à la performance de l'indice sont-elles exactes, complètes et facilement accessibles ?
- ✓ Perception des investisseurs : L'indice est-il reconnu et utilisé par un large panel d'investisseurs ?



- ✓ Rotation du portefeuille et coût associés : Quel est le taux de rotation des valeurs au sein de l'indice ? Les coûts de rééquilibrage qui en découlent au sein de l'ETF sont-ils appropriés ? En général, plus la rotation est faible, plus les frais de rééquilibrage du fonds le sont également.

Par ailleurs, l'indice peut subir des déformations importantes, parce qu'une valeur ou un secteur se trouvent survalorisés sur une période donnée : on se souvient des télécoms à la fin des années 90s, ou plus récemment des valeurs pétrolières. De fait, l'investisseur, s'il analyse son indice en transparence, va découvrir des pondérations qu'il n'aurait jamais acceptées dans un mandat de gestion active.

2- Une seconde génération d'ETF, qui s'affranchit de la gestion indicielle pure

La configuration nouvelle des marchés depuis quelques mois, avec un environnement de taux bas, voire négatifs, et une réglementation qui pénalise les actifs risqués, autres que les emprunts obligataires d'Etat, a conduit à l'émergence d'une nouvelle génération d'ETF.

Dans sa perpétuelle quête d'innovation, l'industrie financière fournit régulièrement de nouvelles idées censées révolutionner la gestion d'actifs. Le « Smart Bêta » en est un nouvel exemple : terme marketing référant à une exposition au marché représenté par les indices de capitalisation boursière (Bêta), mais intelligente, donc essayant de générer de la surperformance (Alpha) en s'écartant de ces mêmes indices.

De fait, se sont développés depuis deux ans des ETF « Smart Bêta », qui ont vocation à ne pas être strictement corrélés à l'indice. Après la gestion active benchmarkée, donc relativement passive de ces dernières décennies, on crée aujourd'hui la gestion passive active. C'est une nouvelle version de la quadrature du cercle !

Est-ce qu'à vouloir annihiler les reproches faits à la gestion indicielle, on ne risque pas d'anesthésier le potentiel d'une performance strictement indicielle, et par là-même de biaiser l'approche rendement-risque de l'investisseur final ?

Clairement, l'enthousiasme suscité par la seconde génération d'ETF, fonds indiciels « smart bêta » amène à réfléchir. L'expression antinomique n'est pas sans rappeler celle des « monétaires dynamiques », devenus en 2007 monétaires dynamite. Quant aux secondes et troisièmes générations de produits, celles de la titrisation sont encore dans toutes les mémoires.

L'objectif premier des ETF « Smart Bêta » est d'afficher des résultats moins volatils, mais meilleurs que les indices de capitalisation boursière sur le long terme, avec des Bêtas souvent supérieurs dans les phases de hausse à ceux observés dans les phases de baisse. C'est cette asymétrie de l'exposition qui est à l'origine de l'appellation « Smart Bêta ».

Concernant les ETF « Smart Bêta », il est essentiel de comprendre précisément les expositions recherchées par les techniques de gestion utilisées : réduction de la volatilité des portefeuilles,



meilleure allocation aux facteurs de risque, capture des primes, etc... et surtout d'intégrer, au moment de l'investissement, le ou les scénarios adverses potentiels.

Ainsi, de manière simple, l'objectif des produits « Min Vol » ou « Minimum Variance » est de minimiser la volatilité du portefeuille en optimisant l'exposition au marché. Mais la terminologie regroupe diverses méthodologies d'optimisation, aboutissant à des résultats fondamentalement divergents, et dont il est important de comprendre les risques inhérents.

Les techniques de « Min Vol » viennent initialement de la gestion active, avec le souci de s'affranchir des benchmarks de capitalisation boursière jugés inefficients :

- ✓ screening des titres les moins volatils et niveau maximum de volatilité défini ex-ante.
- ✓ puis, modèles quantitatifs d'optimisation de variance / covariance -volatilités / corrélations-, appliqués à la sélection fondamentale des gérants.

Dès 2011, les fournisseurs d'ETF ont cherché les méthodes et processus susceptibles d'aboutir à des résultats similaires au travers d'une gestion indicielle : l'optimisation de variance / covariance peut se faire directement sur les valeurs de l'indice de référence ou sur des facteurs de risque, ou même en se focalisant sur des contraintes en valeur absolue et/ou de déviation maximum par rapport aux indices de capitalisation.

Dans tous les cas, il est essentiel de ne pas oublier que les contraintes de rotation du portefeuille sont importantes : or, le besoin accru de rééquilibrer le portefeuille implique des coûts de fonctionnement supérieurs... finalement proches de ceux d'une gestion dédiée institutionnelle active.

3- Conclusions

Que nous soyons en gestion active ou en gestion indicielle, la recherche d'un faible niveau de risque est une constante chez tous les acteurs institutionnels, très clairement incités en ce sens par les évolutions de leurs diverses réglementations.

L'attrait des produits à faible volatilité n'a pas d'autre origine.

Mais c'est peut-être oublier que le risque n'est que le corolaire de l'espérance de rendement. Un produit construit à très bas niveau de risque n'aura, par simple montage technique, qu'une faible perspective de rentabilité.

La nouvelle génération d'ETF, qui vise à générer de l'alpha, nous rappelle sans doute que si, sur le long terme, une gestion active ne peut battre un indice... rien ne remplacera la capacité humaine à s'adapter à des situations changeantes... et que donc, aucun algorithme ne remplacera la capacité d'un gérant à adapter son portefeuille en fonction de nouvelles considérations, financières, macro-économiques, géopolitiques et monétaires.

Les ETF restent des instruments incontournables de la gestion d'actifs. Ils permettent un positionnement tactique à des niveaux de marché donné ; ils sont un moyen simple et standard d'acheter un marché que l'on ne connaît pas. Ils ne représentent dans les portefeuilles institutionnels que 12% des actifs aux Etats-Unis, et 5.5% en Europe, preuve qu'ils sont des produits d'ajustement tactique.



Millenium – Actuariat & Conseil

Pour l'allocation stratégique, les institutionnels privilégieront toujours une gestion d'actifs active, ce qui, ne l'oublions pas, n'a rien à voir avec une grande fréquence de rotation du portefeuille. Cette gestion active traduit les deux lignes directrices qui commandent une gestion institutionnelle aujourd'hui : les enjeux et contraintes qui s'imposent sur les passifs, et l'horizon de gestion, qui doit piloter des comportements d'investisseurs de long terme.

Achévé de rédiger le 6 mars 2015

Sylvie Malécot



Millenium – Actuariat & Conseil

7, Rue Greffulhe

92300 – Levallois-Perret

Tel : 06 48 78 53 21

smalecot@millenium-ac.com