

Construction de portefeuille: l'intérêt de combiner les fonds actifs et passifs

Utiliser la gestion indicielle, le smart beta et la gestion alternative peut s'avérer une solution d'investissement efficace.



NICOLAS GAUSSE
Directeur des gestions, Lyxor

Les gestions actives et passives ont toujours été combinées au sein de la construction de portefeuille, mais chaque année, le poids de la gestion active traditionnelle diminue au profit de la gestion passive, selon les études consacrées. En effet, une tendance domine le monde de la gestion depuis le tournant du millénaire: le recul des mandats de gestion active traditionnelle de cœur de portefeuille. D'après une étude du Boston Consulting Group (BCG) réalisée en 2015, les actifs sous gestion dans les portefeuilles «core» gérés activement représentaient 59% des totaux en 2003, mais ce chiffre devrait baisser à 37% d'ici 2018.

Partout dans le monde, les investisseurs délaisent la gestion active traditionnelle au profit de produits alternatifs, de mandats de gestion active spécialisée et de solutions LDI (liability-driven

LES SOLUTIONS ACTIVES ET PASSIVES SE COMPLÈTENT. LE FAIT DE VOULOIR LES OPPOSER PARAÎT ERRONÉ.

investment). Notons par ailleurs une forte augmentation des allocations en faveur des fonds à gestion passive, y compris des ETF. Nous observons donc une bipolarisation du marché de la gestion d'actifs, avec une demande accrue en faveur de la gestion active spécialisée d'une part et des mandats de gestion passive d'autre part. Le BCG a noté dans son étude que la part des mandats de gestion passive et des ETF dans les actifs sous gestion totaux est passée de 3000 milliards de dollars en 2003 à 11.000 milliards de dollars en 2014. Le BCG s'attend à ce que ce segment de marché continue de connaître une forte croissance.

Le smart beta ne remplace pas le beta traditionnel, il est un nouvel outil pertinent pour les investisseurs et en forte croissance. Différents types de stratégies de portefeuille mises en place par des gérants actifs peuvent aujourd'hui être répliquées de manière efficace et à un coût raisonné grâce aux indices de smart beta. En d'autres termes, les fonds de gestion passive sont de plus en plus utilisés pour s'exposer à des stratégies qui n'étaient jusqu'alors proposées que dans un format actif. Dans une certaine mesure, le smart beta pourrait également remplacer les allocations traditionnelles des investisseurs en faveur des fonds de gestion passive qui suivent des indices pondérés par la capitalisation boursière. A l'avenir, nous pensons que bon nombre de portefeuilles incluront une importante allocation en smart beta, ainsi qu'un bêta traditionnel et la gestion active (alpha).

Les solutions actives et passives sont complémentaires et le fait de vouloir les opposer me paraît

erroné. Les solutions indicielles et les fonds réellement actifs (sous forme de gestion alternative) devraient au contraire être considérés comme complémentaires. En réalité, nous considérons que ces approches de portefeuille peuvent par elles-mêmes apporter une solution complète pour un investisseur. Les ETF «broad-based» ainsi que d'autres produits indiciels, qui suivent des indices pondérés par la capitalisation, sont bien adaptés au cœur du portefeuille. Ils permettent de profiter des primes de risque de marché et offrent une diversification efficace à faible coût.

Les ETF sont parfaits pour une allocation tactique des actifs, puisqu'ils offrent une forte granularité de dispositions, une facilité d'implémentation et de frais ex-cito d'exécution. De telles positions tactiques pourraient inclure des ETF fondés sur des indices de stratégies et de facteurs. Les actifs alternatifs peuvent alors former la part active d'un portefeuille, sur la base du principe d'expositions non corrélées et de mandats d'investissement sans contrainte. Un portefeuille type pourrait être divisé à raison de 60/20/20 entre des ETF et produits indiciels «core», des expositions tactiques utilisant des ETF, et la composante active représentée par la gestion alternative.

Les modèles d'allocation d'actifs évoluent pour tenir compte de la gamme croissante de solutions indicielles à faible coût et du fait que la gestion alternative s'établit de plus en plus en tant que véritable forme de gestion active. Nous pensons que la combinaison du bêta traditionnel et de la gestion alternative au sein d'un portefeuille constitue une solution efficace et puissante pour l'investisseur. ■

Numérisation des placements: un vecteur de croissance pour le marché des ETF

La révolution numérique est synonyme d'opportunités majeures pour les fournisseurs de solutions d'investissement passives.



SVEN WÖRTEMBERGER
Responsable d'Opérations pour la Suisse émanique

Englobant toute notre société et déjà présente dans la musique et les médias, la révolution numérique prend une place toujours plus importante dans la finance, tend de plus en plus à s'imposer comme la nouvelle norme dans le domaine des placements.

Les investisseurs sont de plus en plus familiers avec les services numériques pour l'achat de prestations, les opérations de paiement en ligne et, toujours plus fréquemment, les placements par le biais des plateformes virtuelles. Cette évolution se veut également la conséquence directe de la réflexion d'une nouvelle génération. Les «Millennials», comme sont appelés les représentants de cette génération, se détachent de l'idée selon laquelle ils doivent recourir à un conseiller bancaire pour placer leur patrimoine. Ils sont naturellement intéressés par les gestionnaires de fortune issus de l'univers virtuel. Au niveau mondial, les prestataires de services numériques de conseil financier seront parti-

LES BANQUES COMMERCIALES CLAUSSAIENT VOIR LEUR PART DE MARCHÉ RECULER D'ENVIRON 35% PAR RAPPORT AUX BANQUES EN LIGNE.

culièrement présents dans trois domaines: en premier, les start-up indépendantes s'adressent directement aux investisseurs finaux et permettant au secteur de conserver sa capacité d'innovation. Ensuite, les offres des grands courtiers et banques mettant en place ou développant leurs services numériques de conseil pour la vente directe afin de renforcer la présence de leur marque. Enfin, les fournisseurs de technologie assistant les prestataires financiers, sans disposer de compétences propres dans le domaine de la finance avec la mise en place des prestations de conseil numériques.

Les services de conseil numériques appliqués aux placements joueront un rôle majeur, car les investisseurs jeunes et fortunés sont à l'affût de solutions performantes et abordables pour gérer leur fortune et prendre des décisions d'ordre financier.

À en croire l'enquête d'Accenture, l'avènement du numérique va provoquer une véritable révolution dans la finance. À l'horizon 2020, les banques commerciales traditionnelles pourraient voir leur part de marché reculer d'environ 35% par rapport aux banques en ligne et aux autres prestataires de services financiers numériques. En parallèle, les investissements dans les applications technologiques dédiées au secteur financier ont bondi de plus de 200% de 2008 à 2013.

Dans les prochaines années, cette évolution structurelle laissera également son empreinte sur le marché suisse. Ce nouvel écosystème du banking numérique en cours de formation posera plusieurs défis pour les banques et d'autres prestataires financiers. Cependant, la concurrence croissante des robo advisors et des entreprises Fintech offre également des opportunités pour les acteurs bien établis sur le marché. Ainsi, du

côté des banques, l'association de la technologie et de leur expertise en matière de conseil, qui constitue généralement un atout majeur, leur permet de se rapprocher de nouveaux groupes de clientèle et d'accroître leur champ d'action.

Cette nouvelle tendance est synonyme d'opportunités majeures pour les fournisseurs de solutions d'investissement passives (fonds indiciels et ETF). De nombreuses plateformes d'investissement numériques s'appuient sur un processus standardisé, qui définit des recommandations d'investissement en fonction de la propension au risque de l'investisseur et permet leur mise en œuvre. Le portefeuille ainsi constitué est géré en continu et optimisé si nécessaire. Pour des nombreux robo-conseillers, l'attrait des ETF réside dans leurs qualités fondamentales. Les nouvelles plateformes de placement n'ont pas nécessairement besoin de portefeuilles gérés de manière active. Elles ont pour vocation de proposer, simplement et en toute transparence, une gamme étendue d'actifs. Ces placements doivent être accessibles en permanence et négociables, et ce à des coûts raisonnables. Dans ces portefeuilles, le recours aux ETF est donc une conséquence logique.

Plusieurs modalités d'application sont néanmoins envisageables: de l'intégration à court terme des ETF dans les portefeuilles gérés sous forme numérique, jusqu'aux portefeuilles types adaptés aux besoins des investisseurs. Le secteur voit dans la collaboration avec ces nouveaux prestataires de conseil, de planification et de gestion de fortune un marché majeur en expansion durant les prochaines années. Le progrès technologique jouera à cet égard un rôle essentiel et l'évolution des besoins de la clientèle sera tout aussi importante. ■

Rémunération élevée du risque pour les emprunts à haut rendement

Ces emprunts n'ont enregistré une performance négative qu'à quatre reprises durant les 29 dernières années. Est-ce bon signe pour 2016?



PETER JEGLI
Senior Portfolio Manager
Fisch Asset Management

Savez-vous qu'en termes absolus, les emprunts high yield ont réalisé un rendement positif durant 25 des 29 dernières années? En outre, les quelques années négatives (1990, 2000, 2002, 2008) ont toujours été suivies d'une nette reprise. Cette année, les emprunts high yield ont à nouveau connu une évolution globalement très hétérogène: alors que les emprunts européens progressaient de 0,8% en 2015, les titres des États-Unis enregistraient un résultat négatif de 5,1%. Au total, la performance du marché des emprunts high yield a été de moins 2,5%.

Par comparaison avec le début de l'année, l'évaluation est devenue aujourd'hui sensiblement plus attrayante, car de très nombreuses nouvelles négatives ont déjà été prises en compte. Ainsi, les emprunts high yield peuvent non seulement

LES TAUX DE DÉFAILLANCE AUX ÉTATS-UNIS SONT DE 4% DANS LE SECTEUR DE L'ÉNERGIE ET DE 10% DANS LES MATIÈRES PREMIÈRES.

diversifier les portefeuilles obligataires, mais aussi remplacer utilement les actions. En effet, outre leur rendement similaire à celui des actions, cette catégorie de placements a présentée ces 30 dernières années une volatilité inférieure et des drawdowns moins importants. Après la forte reprise du marché des emprunts high yield en octobre, dans le droit fil de la baisse des primes de risque, ces dernières ont à nouveau progressé en novembre et ont été les principaux moteurs des légers reculs sur le plan de la performance. En 2015, les primes de risque dans le monde se sont croisées entre 150 et 250 points de base au vu de la légère augmentation des taux de défaillance, pour atteindre leur niveau le plus élevé depuis automne 2011. Les rendements à l'échelle de l'indice BoFA Global High Yield Index dépassent désormais les 8%.

LES INVESTISSEURS axés sur le marché américain des emprunts high yield sont invités à tenir compte du fait que les taux de défaillance sont de 4% dans l'énergie et de 10% dans le segment des matières premières. Ces chiffres ne sont pas négligeables, puisque les émetteurs du domaine de l'énergie représentent désormais près d'un huitième de l'univers high yield américain.

Il ne sert pas à grand-chose pour un investisseur de choisir la meilleure région pour investir (en 2015, il s'agissait de l'Europe) s'il mise ensuite, lors de la sélection des titres, sur des entreprises menacées d'insolvabilité (par exemple, Abengoa ou Phosbus 4u). C'est pourquoi tout investisseur réussi nécessite un processus systématique assorti d'une vision allant clairement

de haut en bas et d'une approche de bas en haut rigoureuse. Ce n'est qu'ainsi qu'il est possible de réduire autant que possible les défaillances dans le portefeuille.

POUR LA SÉLECTION des titres, de nombreux investisseurs s'appuient sur les notations d'agences de renom, telles que Standard & Poor's, Fitch ou Moody's. Mais des possibilités de placement intéressantes échappent aux investisseurs du fait que dans ces agences, les placements individuels ne peuvent jamais avoir une notation supérieure à celle du pays considéré. Une recherche autonome sur le crédit peut contribuer à corriger le tir. Ainsi, nous tablons sur les évaluations de l'entreprise d'analyse du crédit Independent Credit View (I-CV), qui a mis au point un modèle performant de risque de crédit.

Globalement, le marché high yield présente un comportement très hétérogène, mais qui n'exclut pas que des opportunités de rendement se présentent dans des régions et des secteurs spécifiques, sur la base de sous-évaluations potentielles. En outre, l'expérience a montré que dans le domaine high yield, une gestion active du portefeuille porte ses fruits. Les managers qui ont du succès se caractérisent non seulement par une bonne sélection des régions et des secteurs, mais aussi par le fait qu'ils évitent les défaillances et les réductions de notation importantes. Dans ce contexte, l'adjonction progressive en particulier d'emprunts high yield diversifiés à l'échelle mondiale peut offrir des opportunités intéressantes par rapport à des portefeuilles traditionnels d'actions ou d'obligations. ■

Les obligations high yield se situent à un niveau d'acquisition attrayant

Elles ont eu une performance négative durant quatre mois consécutifs. Ceci n'était arrivé qu'une fois dans l'histoire.



CHRISTINA BÖCK
CIO Switzerland, Head of Solution Strategists, Central Europe
AXA Investment Management

Les derniers mois ont été très difficiles pour le marché américain des obligations high yield, et c'est seulement depuis début octobre que la situation s'est stabilisée. Auparavant, et en particulier entre juin et septembre, les obligations à haut rendement, c'est-à-dire les obligations avec un rating inférieur à investment grade, ont connu une performance négative durant quatre mois consécutifs – ce qui n'était arrivé qu'une fois dans l'histoire, pendant le krach obligataire de 1994. Le troisième trimestre 2015 a également été seulement le quatrième trimestre au cours de l'histoire à connaître une performance négative.

Cette vive correction a commencé avec l'affaiblissement des marchés des matières premières. Ces derniers ont été à nouveau durement touchés cet été, suivant la baisse déjà très importante des prix du quatrième trimestre 2014. Par exemple, le prix du pétrole brut a chuté de nouveau de 25% entre juin et août 2015. Et comme 13% des obligations high yield américaines sont émi-

LES SPREADS DE CRÉDIT HIGH YIELD ONT TENDANCE À SE RESSERRER PENDANT LES PREMIERS TRIMESTRES DE HAUSSE DE TAUX

ses par des entreprises du secteur énergétique, c'est tout le segment qui a souffert en voyant ses spreads s'élargir par un effet de sympathie. Cet effet négatif a été renforcé par des craintes plus générales sur la continuation de la croissance aux États-Unis car plusieurs indicateurs économiques se sont inscrits en baisse durant quelques mois. Compte tenu de cette forte correction du marché obligataire de crédit, notre société a entrepris une étude quantitative pour juger la valorisation du marché obligataire après la correction dans un contexte historique. Ainsi, les spreads de crédit des obligations ont été mis en relation avec le taux de défaut qui a été réalisé durant les 12 mois suivants.

Première observation: depuis le début des années 2000, les spreads ont, aux États-Unis, toujours surcompensé le taux de défaut. Entre 2005 et 2015, les pertes pour défaut ont représenté un tiers du spread de crédit – le reste du spread constituant une compensation d'autres risques, comme par exemple le manque de liquidité, une volatilité élevée, etc. En Europe, le marché des obligations à haut rendement n'est pas encore arrivé à la même maturité qu'aux États-Unis, ce qui entraîne parfois de réels problèmes d'efficacité: en 2008, les défaillances ont été nombreuses et coûteuses et le marché ne l'avait pas entièrement prévu, les spreads n'ayant pas été suffisamment élevés pour compenser ces pertes. En plus, la part des défaillances dans le spread varie plus fortement en Europe, ce qui souligne sa faible efficacité. Ces anomalies sont dues à un nombre d'intervenants bien moins important se référant dans une moindre profondeur et liquidité du marché. Aujourd'hui, après quatre mois de pertes impor-

tantes et un rétablissement hésitant, les spreads de crédit sont toujours assez élevés. En d'autres termes, les défauts futurs anticipés par les spreads de crédit actuels sont importants en comparaison historique, malgré le fait que les spreads ont presque doublé depuis le début de l'année. Le marché prévoit donc une croissance forte des défauts ce qui ne correspond nullement à la prévision de notre établissement, même dans le secteur énergétique. Nous estimons que la situation fondamentale est toujours très favorable aux entreprises.

La faible sensibilité relative des obligations à haut rendement contre les hausses des taux d'intérêt constitue un autre point positif pour ce marché en ce moment. En effet, les spreads de crédit d'entreprise représentent une sécurité vis-à-vis de la perte de valeur dans le cas d'une augmentation des taux d'intérêt. Pour nous rendre compte de l'effet d'une hausse de taux sur la performance des obligations high yield, observons les tiers de dernières années calendaires pendant lesquelles les taux d'intérêt à deux ans ont augmenté aux États-Unis: pour ces quatre observations, la performance absolue était positive. La raison réside dans le fait que les spreads de crédit high yield ont tendance à se resserrer pendant les premiers trimestres de hausse de taux car c'est une période très favorable aux conditions économiques des entreprises durant laquelle leurs fondamentaux s'améliorent normalement.

Ainsi, les obligations d'entreprise à haut rendement représentent aujourd'hui une bonne occasion d'achat puisque la hausse des spreads de crédit, c'est-à-dire de leur prime de risque, s'avère à l'heure actuelle exagérée et ouvre des opportunités, et ce encore plus aux États-Unis qu'en Europe. ■