

La gestion smart bêta ou le chant des Sirènes¹

La gestion smart bêta s'est beaucoup développée ces dernières années et a largement été mise en avant par les sociétés de gestion. Cette dernière est susceptible d'affecter en profondeur le marché de l'investissement et plus particulièrement celui de la gestion active. Pour Kahn et Lemmon², cette gestion serait une innovation disruptive³ dans la gestion de portefeuille. Leur prédiction est que la gestion active va se séparer en deux volets. D'un côté, les produits smart bêta qui seront commercialisés avec des frais relativement faibles et de l'autre côté, la gestion de pur alpha avec des frais plus élevés. Pour Malkiel⁴, la gestion smart bêta relève surtout du smart marketing. Exposer un portefeuille à certains facteurs de risque dans l'espoir de dégager un surplus de rentabilité par rapport aux indices standards n'a en effet, selon lui, rien de nouveau. Pour Asness et Liew de la société AQR, il s'agit juste du *re-packaging* d'une approche de la gestion quantitative⁵. Que faut-il en penser ?

La sélection des valeurs selon les styles de gestion

L'exploitation des facteurs dans le cadre de la gestion de portefeuille n'est pas nouvelle. La mise en évidence des effets taille et *value*, notamment, a conduit à une spécialisation des gérants dans les valeurs de grande, moyenne et petite tailles de capitalisation ainsi que dans les valeurs de croissance et les valeurs *value*. Ce sont autant de styles de gestion qui sont apparus et nous savons que les performances des portefeuilles de chacun de ces univers ne peuvent pas être comparées. C'est la raison pour laquelle les fournisseurs d'indices ont créé des indices de style servant de référence à chacun d'entre eux. La société Morningstar, dans son analyse de la performance des fonds, prend bien soin de les différencier sur cette base et a créé sa fameuse boîte de style. La gestion sous forme de style reste avant tout de la gestion active classique limitée à un univers de valeurs⁶.

La gestion smart bêta ou le jeu des pondérations

Il s'agit pour le gestionnaire de construire des portefeuilles dont l'objectif est de battre un indice boursier standard. Cela consiste à modifier la pondération des valeurs dans le portefeuille par rapport à celle qu'elles ont dans l'indice sur la base de l'exposition à certains facteurs sensés booster la performance. La particularité de cette gestion est de s'appuyer sur des règles de construction de portefeuille simples, transparentes et systématiques. Ce type de gestion peut être considéré comme actif car il nécessite que les gestionnaires fassent des choix sur les facteurs auxquels ils vont exposer leur portefeuille. Afin de maintenir l'exposition recherchée, des réaménagements réguliers de portefeuille sont nécessaires. Et, de même que pour la gestion active, les portefeuilles s'appuyant sur la gestion smart bêta peuvent sous-performer les indices traditionnels.

¹ Ce titre fait référence à l'article de Asness C., 2016, « The Siren song of factor timing aka smart beta timing, aka style timing », *Journal of Portfolio Management*, vol. 45, N°2, dans lequel l'auteur émet des doutes sur la capacité des gérants à faire du market-timing sur les facteurs de risque.

² Khan R., et M. Lemmon, 2016, « The asset manager's dilemma: How smart beta is disrupting the investment management industry », *Financial Analyst Journal*, vol. 72, N°1, p. 15-20.

³ Une innovation disruptive conduit à la création de nouveaux marchés. Il ne s'agit pas de répondre à la demande d'un client mais à ses besoins, qu'ils soient exprimés ou pas. Dans le cas présent, il s'agirait de satisfaire au besoin profond qu'a l'investisseur d'avoir une performance supérieure à celle des marchés telle qu'il la perçoit à travers les indices.

⁴ Malkiel B., 2014, « Is smart beta really smart? », *Journal of Portfolio Management*, N° spécial 40^{ème} anniversaire.

⁵ <https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/Smart-Beta-Not-New-Not-Beta-Still-Awesome>.

⁶ L'existence d'indices de style a permis aussi le développement d'une gestion indiciaire notamment sous forme d'ETF.

Quels sont les fondements théoriques de la gestion smart bêta ?

La finance classique repose sur l'idée que la rentabilité des titres et des portefeuilles dépend du risque pris et plus précisément du risque systématique. Cette relation est celle du MEDAF (Modèle d'équilibre des actifs financiers) démontrée par William Sharpe dans les années 1960 et qui lui valut d'être récompensé par le prix Nobel d'économie en 1990. Cependant, une littérature abondante a mis en évidence que d'autres facteurs de risque⁷ sont rémunérés par le marché. De plus, l'intégration de ces facteurs des modèles multi-facteurs permet de mieux expliquer la rentabilité des titres. C'est le cas, par exemple, du modèle de Fama et French qui intègre, outre la prime de risque du MEDAF, la taille de capitalisation boursière des titres et leur dimension *value*. En 2015, ces auteurs ont proposé un nouveau modèle à cinq facteurs en ajoutant des facteurs de profitabilité et de d'investissement⁸. Depuis, les propositions de nombreux autres facteurs se sont multipliées. Harvey, Liu et Zhu en ont recensé pas moins de 316⁹ ! Avec humour, Cochrane a ainsi pu parler du « zoo des facteurs »¹⁰. Nous épargnerons au lecteur la liste de ces facteurs, d'autant plus que nombre d'entre eux ne résistent pas à une analyse sérieuse¹¹. Afin d'éclairer le gestionnaire de portefeuille, Barkin et Swedroe¹² proposent de retenir cinq critères indispensables à la sélection des facteurs à prendre en considération:

- **La persistance** : il doit être observé pendant de longues périodes sous différents régimes économiques. Cette condition permet de faire l'hypothèse qu'il va continuer à exister et justifier son intérêt dans la construction d'un portefeuille ;
- **L'omniprésence** : il doit être observé dans un grand nombre de pays, de régions, de secteurs d'activité et même pour différentes classes d'actifs ;
- **La robustesse** : il doit exister quelle que soit la mesure retenue. A titre d'exemple, la prime *value* existe, qu'elle soit mesurée par le price-to-book ratio, le price-to-earnings ratio, la price-to-cash-flow ratio, etc. ;
- **L'investissabilité** : il ne doit pas exister que sur le papier mais doit pouvoir être exploité de façon profitable en tenant compte les coûts d'implémentation et notamment les coûts de transaction ;
- **La solidité de ses fondements** : il doit s'expliquer par des facteurs de risque ou alors par le comportement des investisseurs. La connaissance des raisons pour lesquelles on l'observe doit permettre de comprendre pourquoi on peut penser qu'il va persister et à quelles conditions il est susceptible de disparaître.

⁷ Nous parlons de facteurs de risque par facilité car certains facteurs peuvent s'expliquer par des comportements récurrents voire irrationnels des opérateurs.

⁸ Fama E. et K. French, 2015, « A five-factor asset pricing model », *Journal of Financial Economics*, vol. 116, N°1, p. 1-22. Dans ce nouveau modèle, le facteur profitabilité vient du fait que les titres ayant la plus forte profitabilité opérationnelle ont des rentabilités plus élevées que ceux dont la profitabilité opérationnelle et la plus faible. Le facteur investissement du modèle vient du fait qu'il y a une relation négative entre la rentabilité et les investissements anticipés. Les références de base sur ces facteurs sont : Novy-Marx R., 2013, « The other side of value: The gross profitability premium », *Journal of Financial Economics*, vol. 108, p. 1-28, et Aharoni G., B. Grundy et Q. Zeng, 2013, « Stock returns and the Miller Modigliani valuation formula : Revisiting the Fama French analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 110, p. 347-357.

⁹ Harvey C., Y. Liu et H. Zhu, 2016, « ...And the cross-section of expected returns », *Review of Financial Studies*, vol. 29, N°1, p. 5-68.

¹⁰ Cochrane J., 2011, « Presidential address: Discount rate », *Journal of Finance*, vol. 66, 1047-1108.

¹¹ McLean D. et J. Pontiff, 2016, « Does academic research destroy stock return predictability », *Journal of Finance*, vol. 71, N°1, p. 5-32.

¹² Barkin A. et L. Swedroe, 2016, *Your complete guide to factor-based investing*, Bam Alliance Press.

A l'aune de ces critères, les auteurs retiennent seulement cinq facteurs pour les actions : le bêta traditionnel et les facteurs relatifs à la taille, la dimension *value*, le *momentum*, la profitabilité et la qualité. Cela ne signifie bien évidemment pas que leur prise en compte dans la construction des portefeuilles permette d'assurer à l'investisseur de battre les indices traditionnels. Prenons la première condition par exemple. Si les valeurs de petite capitalisation permettent de générer des rentabilités en moyenne supérieures à celles de grosse capitalisation, il y a régulièrement des périodes pendant lesquelles elles sous-performent. Cela est vrai aussi pour les valeurs *value*. Par ailleurs, la prise en compte des coûts de transaction peut réduire de façon importante l'espoir de surperformance des portefeuilles. Novy-Marx et Velikov¹³, ainsi que Beck et ses coauteurs¹⁴ notamment, ont mesuré l'impact des coûts de transaction sur la rentabilité des stratégies multifactorielles. Leur conclusion est plutôt pessimiste de ce point de vue puisqu'ils montrent que ces stratégies ne permettent pas de générer des rentabilités en excès du marché pour de nombreux facteurs et réduisent la profitabilité des plus robustes.

L'approche pratique de la gestion smart bêta

La gestion smart bêta consiste à construire un portefeuille comparable aux indices traditionnels. Ce dernier peut notamment avoir un bêta unitaire par rapport à un indice de référence, mais en surexposant le portefeuille à certains facteurs de risque. Prenons un exemple. Les titres de petites tailles de capitalisation offrent en moyenne des rentabilités supérieures aux titres de grande taille de capitalisation. Or, les indices standards sont souvent des indices pondérés par la capitalisation boursière des valeurs¹⁵ faisant donc la part belle aux plus grosses valeurs. L'idée sera donc, pour exploiter l'effet taille, de diminuer le poids des grosses valeurs dans le portefeuille au profit des plus petites en espérant ainsi dégager un excès de rentabilité par rapport à l'indice, tout en maintenant un bêta de un par rapport à lui. Le bêta traditionnel ainsi obtenu sera considéré comme « meilleur » dans la mesure où le portefeuille est exposé à d'autres facteurs susceptibles de générer une surperformance, autrement dit de l'alpha pour reprendre les termes de la gestion de portefeuille. Bien évidemment, il est possible de combiner une exposition du portefeuille à plusieurs facteurs en même temps voire de la modifier dans le temps. Cependant, comme le souligne Asness, cela suppose que les gestionnaires soient capables de faire du market-timing sur les facteurs alors qu'ils n'en sont pas capables pour le marché dans son ensemble. C'est bien évidemment illusoire. Il existe d'autres approches qui relèvent de la gestion smart bêta mais nous ne rentrerons pas dans le détail des différentes constructions possibles¹⁶.

Quelle est la performance des fonds smart bêta ?

A partir du moment où cette gestion est commercialisée comme de la gestion active, la question fondamentale qui se pose est de savoir s'il est possible de construire des portefeuilles capables de surperformer les indices traditionnels avec régularité ?

La gestion smart bêta a été mise en place dans les années 2000 et s'est beaucoup développée à partir des années 2010. Nous manquons donc de recul pour analyser sa performance à long terme.

¹³ Novy-Marx R. et M. Velikov, 2014, « A taxonomy of anomalies and their trading costs », *Review of Financial Studies*, vol. 29, N°1, p. 104-147.

¹⁴ Beck N., J. Hsu, V. Alesnik et H. Kostka, 2016, « Will your factor deliver? An examination of factor robustness and implementation costs », *Financial Analysts Journal*, vol. 72, N°5, p. 58-82.

¹⁵ Ou par le capital flottant comme dans le cas du CAC40 mais les titres ayant le capital flottant le plus élevé sont aussi souvent ceux de plus grosse capitalisation.

¹⁶ Le lecteur intéressé peut par exemple se reporter à Chow T., J. Hsu, V. Kalesnik et B. Little, 2011, « A survey of alternative equity index strategies », *Financial Analysts Journal*, vol. 67, N°5, p. 37-57 ou à Amenc et al. 2015, « Alternative equity beta investing : A survey », EDHEC-Risk Institute.

Dire comme nous l'avons lu dans une publication d'une société de gestion que « le smart bêta a démontré sa capacité à surperformer les actifs traditionnels »¹⁷ est donc aller un peu vite en besogne. Arnott, Hsu et Moore^{18,19}, dans un article fondateur sur l'indexation aux facteurs fondamentaux, la justifie par le fait qu'elle permet de délivrer une performance supérieure aux indices pondérés par la capitalisation boursière des titres mais l'analyse de l'exposition des portefeuilles aux facteurs de style n'est pas développée. D'autres auteurs montrent que la prédominance de titres ayant une dimension *value* dans les portefeuilles explique la surperformance par rapport aux indices traditionnels²⁰ alors que les valeurs dites de croissance ont tendance à être sur-représentées dans les indices traditionnels²¹. Il est donc important pour l'investisseur de bien comprendre l'exposition aux facteurs des fonds dans lesquels il investit. Le choix qu'il fait à un moment n'est pas forcément le plus pertinent et, comme pour la gestion active, il peut se révéler mauvais. Le conseiller en stratégie Anthony Davidow montre que les stratégies systématiques mises en place dans le cadre des gestions smart bêta peuvent conduire à de grandes différences dans l'exposition des portefeuilles aux différents secteurs d'activité mais aussi aux types de valeurs²². Jacobs et Levy²³ soulignent par exemple que la focalisation sur les valeurs *value* peut conduire à une sur-exposition du portefeuille aux valeurs qui traversent une période difficile justifiant leur faible niveau de valorisation. De même, exploiter le facteur momentum aurait conduit à investir massivement dans les valeurs de la technologie avant l'explosion de la bulle de la nouvelle économie. Malkiel observe ainsi que la surperformance de l'indice RAFI²⁴ de Robert Arnott provient essentiellement de sa large surpondération des valeurs bancaires en 2009 et notamment de deux d'entre elles : Citigroup et Bank of America ! C'était une période pendant laquelle la possibilité de nationaliser les banques n'était pas exclue. Sa conclusion est que la gestion smart bêta n'est certainement pas une meilleure façon de gérer mais la recherche d'une récompense à la prise de risque. La performance des différentes stratégies peut donc être variée en fonction du comportement boursier des différentes valeurs et secteurs d'activité. La sur-exposition à certains facteurs peut aussi conduire à une sous-exposition à d'autres facteurs. Asness et ses co-auteurs observent ainsi une corrélation négative entre les facteurs *momentum* et *value*²⁵.

¹⁷ Notons que le lien datant de 2016 n'est plus actif sur internet ! Pour une étude montrant au contraire que ces stratégies ne permettent pas de générer de l'alpha, voir Philips C., F. Kinniry, D. Walker et C. Tomas, 2011, « A review of alternative approaches to equity indexing » : <https://personal.vanguard.com/pdf/s287.pdf>

¹⁸ Arnott R., J. Hsu et P. Moore, 2005, « Fundamental indexation », *Financial Analysts Journal*, vol. 61, N°2, p. 83-99.

¹⁹ Robert Arnott est un pionnier et un ardent défenseur de la gestion smart bêta. Il a beaucoup écrit sur le sujet pour démontrer qu'elle permet de générer une sur-performance par rapport aux indices classiques. Ses analyses sont toutefois contestées notamment par Clifford Asness. Voir par exemple : <https://www.aqr.com/Insights/Perspectives/My-Factor-Philippic>.

²⁰ Voir Jun D. et B. Malkiel, 2008, « New paradigms in stock market indexing », *European Financial Management*, vol. 14, N°1, p. 118-126.

²¹ Voir notamment Petkova R. et L. Zhang, 2005, « Is value riskier than growth? », *Journal of Financial Economics*, vol. 78, p. 187-202.

²² <https://www.schwab.com/public/file/P-8440435/SBS - Retail.pdf>. Voir aussi l'étude de Philips et al. référencée dans la note 17.

²³ Jacobs B. et K. Levy, 2015, « Smart beta: Too good to be true? », *Journal of Financial perspectives*, vol. 3; N°2, p. 155-159.

²⁴ RAFI correspond à une gamme d'indices mises au point par la société Research Affiliates dont Robert Arnott est un des créateurs et qui servent de supports à la gestion smart bêta. Voir https://www.researchaffiliates.com/en_us/strategies/rafi.html

²⁵ Asness C., T. Moskowitz et L. Pedersen, 2013, « Value and momentum everywhere », *Journal of Finance*, vol. 68, N°3, p. 929-985.

Il est aussi tout à fait possible, comme le soulignent Kahn et Lemmon, d'observer une sous-performance des stratégies smart bêta pendant plusieurs années ou tout simplement une grande dispersion des performances des différentes stratégies qui peut décourager les investisseurs. West et Hsu²⁶ testent 29 stratégies et observent qu'elles sous-performent le marché durant 10 ans ou plus 14% du temps, ce qui n'est pas négligeable ! Robert Arnott, défenseur de la gestion smart bêta, rappelle à ce propos que « seul un charlatan pourrait laisser espérer à un investisseur une probabilité de 100% de surperformer le marché ». Il peut y avoir des périodes prolongées de sous-performance avec ce type de stratégie notamment en période de marché haussier. Pour lui, il s'agit de stratégies *contrarian* qui n'ont du sens que pour les investisseurs ayant un horizon d'investissement long^{27,28}. Dans une étude récente, West et Hsu soulignent le décalage qu'il peut exister entre la surperformance sur le papier de la gestion smart bêta et la réalité de la performance pour l'investisseur. Ils s'appuient sur l'article de Hsu, Myers et Whitby²⁹ qui met en évidence le fait qu'il y a une différence moyenne entre la rentabilité des fonds telle qu'elle est traditionnellement mesurée et la rentabilité moyenne obtenue par les investisseurs compte tenu de leur comportement d'entrée et de sortie des fonds de 1,9%³⁰. Ils testent 29 stratégies sur des données américaines sur la période allant de 1968 à 2018. La rentabilité annuelle brute est supérieure à celle de l'indice S&P500 de 1,5% en moyenne. En tenant compte des frais de transaction et du gap de rentabilité de 1,9%, seules 40% de ces stratégies dégagent encore une rentabilité en excès de celle de l'indice et seulement 2 parmi les 29, une rentabilité en excès dépassant 1% en moyenne annuelle. Leur conclusion est que la plupart de ces stratégies ne conduiront pas à une rentabilité suffisante aux yeux des investisseurs et qu'il vaut mieux pour eux investir dans des fonds répliquant les indices pondérés par la capitalisation boursière. Il faut aussi tenir compte du fait que ces stratégies sont mises en œuvre parce que les études académiques ont fait ressortir qu'elles pouvaient générer des rentabilités en excès du marché. Cependant, selon les auteurs, la plupart d'entre elles ne permettent pas de dégager des résultats en conformité avec ceux des études³¹. La gestion smart bêta est aussi vendue dans le cadre d'ETF. Glushkov a étudié la performance de 164 d'entre eux sur le marché américain sur la période allant de 2003 à 2014³². Sa conclusion est très claire : en moyenne ces ETF n'ont pas de rentabilité en excès de leur benchmark.

En conclusion, la gestion smart bêta s'est beaucoup développée ces dernières années et les sociétés de gestion l'ont largement mise sur le devant de la scène. Cependant, lorsque l'on regarde plus précisément ce que sont ces fonds, nous sommes loin d'une innovation disruptive de la gestion de

²⁶

<https://www.researchaffiliates.com/documents/The%20Biggest%20Failure%20in%20Investment%20Management.pdf>

²⁷

https://www.researchaffiliates.com/documents/What%20Smart%20Beta%20Means%20To%20Us%20v2_.pdf

²⁸ Il s'agit d'une gestion *contrarian* à partir du moment où l'on considère que les indices pondérés par la capitalisation boursière intègrent les plus grosses valeurs qui peuvent être surévaluées.

²⁹ Hsu J. B. Myers et R. Whitby, 2016, « Timing poorly: A guide to generating poor returns while investing in successful strategies », *Journal of Portfolio Management*, vol. 42, N°2, p. 90-98.

³⁰ Cela s'explique par le fait que les investisseurs ont tendance à investir dans les fonds qui ont eu de bonnes performances passées. Malheureusement pour eux, les études montrent qu'il y a un retour à la moyenne des performances passées et non pas une persistance qui pourrait justifier ce comportement.

³¹ Un facteur important de décalage vient aussi du fait que les primes de rémunération des facteurs sont calculées sur la base de positions *long/short* sur ces facteurs dans les études alors que la plupart des fonds n'ont que des positions longues.

³² Glushkov D., 2015, « How smart art « smart beta » ETFs ? Analysis of relative performance and factor exposure » : https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2594941.

portefeuille et plus près d'une redéfinition commerciale de la gestion indicielle « tiltée » qui était mise en avant dans les années 1980. Nous laisserons le mot de la fin à John Bogle³³. Selon lui, parmi les 624 fonds smart bêta de la base Morningstar³⁴, il est certain que quelques-uns auront probablement une rentabilité ajustée au risque supérieure à celle de l'indice S&P 500 sur le long terme. Mais il est aussi certain que l'espoir de voir la gestion smart bêta battre le marché dans leur ensemble est vain.

Sabrina Chikh, Professeur associé, SKEMA Business School

Pascal Grandin, Professeur, FFBC-IMMD, Université de Lille

Février 2019

³³ Bogle, 2016, « David and Goliath: Who wins the quantitative battle? », *Journal of Portfolio Management*, Fall, p. 127-137.

³⁴ Cette gestion est aussi commercialisée sous le vocable de *strategic beta*. La société Morningstar notamment a popularisé cette dénomination.