Don’t let me be mis …. capsized !

ou

Peut-on redonner le pouvoir à l'allocataire sur son exposition Small-caps ?

Document d’analyse de l’équipe de recherche
© Fideas Capital Juillet 2018
Mise à jour septembre 2018

Introduction

En sélection de gérants, l’expérience nous apprend que la plupart des gérants qui se disent « *Large-caps* » ne le sont pas réellement, au moins relativement à leur indice de référence qui est généralement, pour les actions européennes, le MSCI Europe.

Les *stock pickers* admettent volontiers « aller chercher des valeurs moins connues, moins suivies, pour dégager de la performance », mais ils ne signalent pas ce que pèse ce biais systématique dans leur risque et dans leur performance. Ceci est également souvent vrai chez les gérants quantitatifs, qui sont en général encore plus discrets sur leur biais *Small-caps*.

Ainsi le concept de gestion « grandes valeurs », examiné ici au sein de la catégorie Europe Large Cap Blend de Morningstar, recèle une contradiction dans les termes.

Notre propos est de montrer dans quelles proportions ce biais influe sur les performances, de mieux mesurer la qualité de gestion et l’Alpha, de proposer aux sélectionneurs de retrouver leur liberté d’allocation.

1. Résumé

C’est l'analyse des performances respectives des catégories Europe Large Cap Blend et Europe Small-Cap Equity qui permet de savoir si le biais *Small-caps* est un déterminant essentiel et constant du comportement des gérants dits *Large-caps.*

Ceci sera confirmé si on constate la synchronisation entre les performances relatives au MSCI Europe des deux catégories. Ceci voudra dire que ce qui différencie la moyenne des gérants *Large-caps* de l’indice est identique à qui différencie la moyenne des gérants *Small-caps* de l’indice MSCI Europe qui est *Large-caps.*

Sur la période 2005-2018, le calcul renvoie, entre ces performances relatives, une corrélation de 90% et un Bêta d'environ 60%. Le facteur taille apparait donc comme un facteur essentiel dans cette population de gérants pourtant supposément *Large-caps*.

On doit ajouter qu’un Alpha négatif dénote sans doute une contreperformance de la sélection de valeurs, tant sur les *Large-caps* que sur les *Small-caps*, moins bien gérées que par les gérants spécialisés.

L’analyse graphique conforte de manière impressionnante cette première conclusion, même si elle incite à conclure à une influence du biais *Small-caps* plus proche de 20% que de 60%. Elle permet de calculer empiriquement le mix *Large-caps / Small-caps* du « gérant moyen »

Sur la période d'analyse, la moyenne des gérants EAA Fund Europe Large Cap Blend sous-performe l'indice. Si on la corrige d’une estimation de la contribution du facteur *Small-caps*, pour mesurer plus purement le résultat de gestion, celui-ci apparait encore plus mauvais.

Ceci semble confirmer, sur le marché européen, ce qui se constate sur le marché américain : les gérants ne génèrent pas d’Alpha. Toutefois, en Europe, ils se tournent délibérément vers les petites valeurs et masquent cette contre-performance par la performance du facteur taille.

Individuellement les niveaux de corrélation de chaque gérant au facteur *Small-caps* sont plus faibles. Mais ceci ne tient qu'au fait que les autres caractéristiques individuelles des gérants masquent la corrélation *Small-caps*. Celles-ci sont aisément diversifiées et il suffit de regrouper au hasard un petit nombre de gérants pour qu’elles s’annulent et que le biais *Small-caps* domine à nouveau.

On peut classer les 160 gérants étudiés en 3 groupes : « fortement biaisé », « moyennement biaisé », « non biaisé ». On constate alors, avec surprise, que la force du biais, quand il existe, n’influe pas sur la performance.

L’analyse des portefeuilles confirme l’analyse statistique des performances. Les capitalisations moyennes des titres en portefeuille des fonds « large caps » en actions européennes (Global category Morningstar Europe equity large caps », tous styles confondus), sont nettement inférieures à celles de l’indice *Large-caps*. Mieux, les meilleurs résultats, sur 5 ans, correspondent aux fonds ciblant les plus faibles capitalisations.

D'où notre propos initial : ne faut-il pas redonner à l'allocataire le pouvoir d'allouer volontairement aux gérants *Small-caps* pour optimiser la gestion du facteur taille ? Il lui faut alors trouver des gérants réellement *Large-caps*, susceptibles de surperformer, sans l'assistance du facteur taille. Ils sont sans doute rares.

Il y a des solutions dans l'environnement Smart Beta, mais même là, toutes les stratégies ne sont pas exemptes du biais *Small-caps*. Value, Qualité et VarMax, cette dernière conçue par les auteurs, le sont et s’avèrent excellentes à associer avec des gérants *Small-caps* spécialisés, si l’on souhaite conserver ce bais. Les autres Smart Beta ne sont pas exempts du biais qui vient, discrètement, ajouter sa performance à celle du facteur affiché par la stratégie.

2. La base d'analyse statistique

L'étude suivante repose sur les moyennes de catégorie Morningstar Europe Large Cap Blend, Europe Small-Cap Equity et sur l'indice MSCI Europe NTR.

Nous avons en outre répertorié et analysé les performances de 160 fonds appartenant à la catégorie Europe Large Cap Blend ayant un historique complet sur la période d'analyse.

La période d'analyse s'étend du 07/01/2005 au 08/06/2018.

3. Analyse Globale

3.1 Analyse statistique

Le calcul montre sur la période 2005/2018 un fort degré de corrélation entre les performances relatives au MSCI Europe des moyennes des catégories Morningstar Europe Large Cap Blend et Europe Small-Cap Equity (en données quotidiennes) :

- corrélation : 90%
- bêta : 61%
- r^2 : 81%

Via une analyse par année, la persistance de valeurs élevées se confirme (Figure 2 ci-dessous).

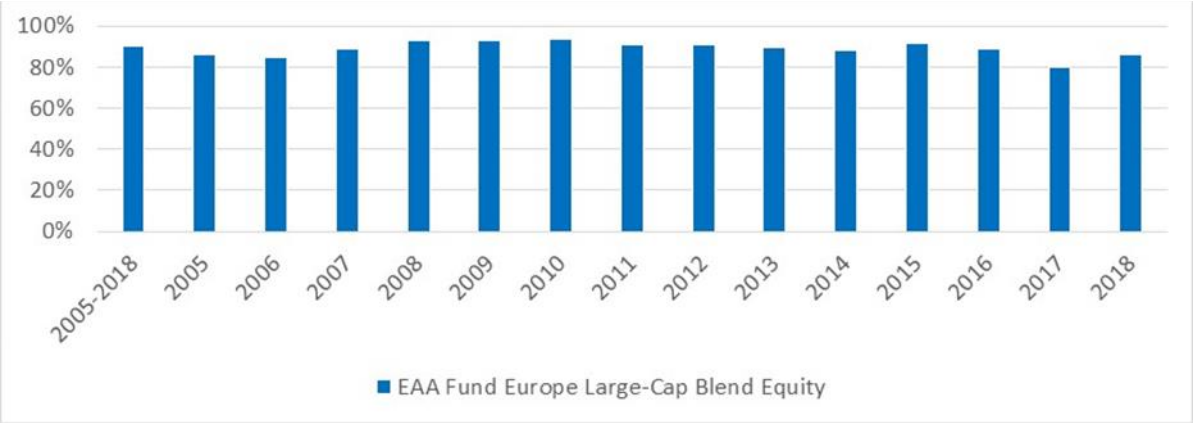

Figure 2 {Corrélation par année des performances relatives au MSCI Europe NR EUR de la moyenne des gérants *Large-caps* et *Small-caps*. Sources : Bloomberg, Fideas Capital, Morningstar.}

On constate aussi (Figure 3) que les constantes de ces régressions sont le plus souvent négatives, sauf lors des années baissières. Sur l'ensemble de la période, la constante annualisée est de - 2,5%. Ceci semble indiquer que le reste de l'activité de gestion, que ce soit sur le segment *Large-caps* comme sur celui des *Small-caps*, est sans doute détracteur de performance.

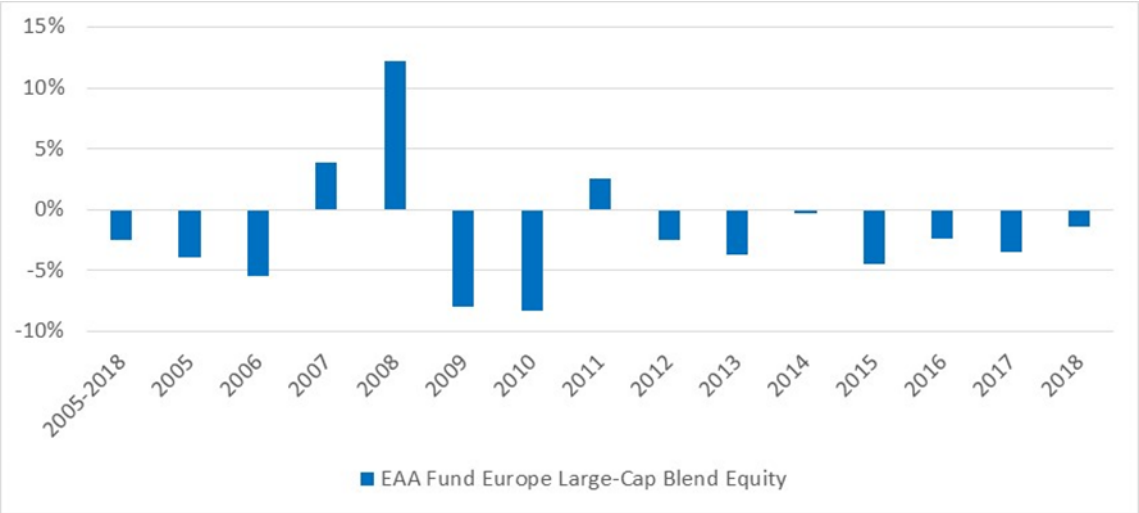

Figure 3 {Constante annualisée de la moyenne des gérants *Large-caps* par année sur les performances relatives au MSCI Europe NR EUR. Sources : Bloomberg, Fideas Capital, Morningstar.}

On constate aussi (Figure 4), en excluant la période de crise et de premier rebond (11/2007 à 11/2009) et en subdivisant entre périodes de hausse et de baisse relative des *Small-caps*, qu'avec une corrélation toujours très élevée, les constantes de régression différent et montrent la difficulté à suivre les hausses relatives des *Small-caps*, ce qui explique bien pourquoi celles-ci, pourtant surperformantes, n'influent pas positivement sur la performance générale. Certains sélectionneurs attribuent cet effet à un positionnement *Mid-caps* structurellement peu performant.

Europe Small-Cap Equity	Corrélation	Bêta	Alpha annualisé
sur-performance	81%	58%	-7%
sous-performance	79%	57%	-1%

Figure 4 {Mesures de régression (2005/2018 hors 11/2007 – 11/2009) des moyennes de catégories *Large-caps* et *Small-caps* contre MSCI Europe. Sources: Bloomberg, Fideas Capital, Morningstar.}

3.2 Analyse graphique

La Figure 5 ci-dessous représente graphiquement en base 100 les performances relatives au MSCI Europe des 2 moyennes de catégories. Pour une meilleure lisibilité les courbes ont été représentées sur des échelles différentes (16 pour les *Large-caps* et 80 pour les *Small-caps*) pour arriver à des amplitudes comparables.

Figure 5 {Les performances relatives des moyennes de catégorie *Large-caps* et *Small-caps* contre MSCI Europe. Sources: Bloomberg, Fideas Capital, Morningstar.}

Sur la période d'analyse, ce graphe confirme que la moyenne des gérants EAA Fund Europe Large Cap Blend a, avec une différence d'échelle (16 contre 80), une similarité forte de ses pics et creux relatifs de court terme avec ceux de la moyenne des gérants EAA Europe Small-Cap Equity.

La période novembre 2007 à novembre 2009 est plus complexe à analyser, même si les similarités se maintiennent, les performances divergent, avec des gérant *Large-caps* devenant très prudents et gardant du cash, pendant que les petites valeurs souffrent, avant de rebondir fortement en 2009.

Ceci nous amène à proposer d'étudier deux périodes, 2005 à 11/2007 et 11/2009 à 2018.

Nous comparons ci-dessous 20% de la performance relative de la catégorie EAA Europe Small-Cap Equity à celle de EAA Fund Europe Large Cap Blend, celle-ci augmentée de 2,1% p.a. entre 2005 et 2007 (Figure 6) et de 1,4% p.a. de 2009 à 2018 (Figure 7).

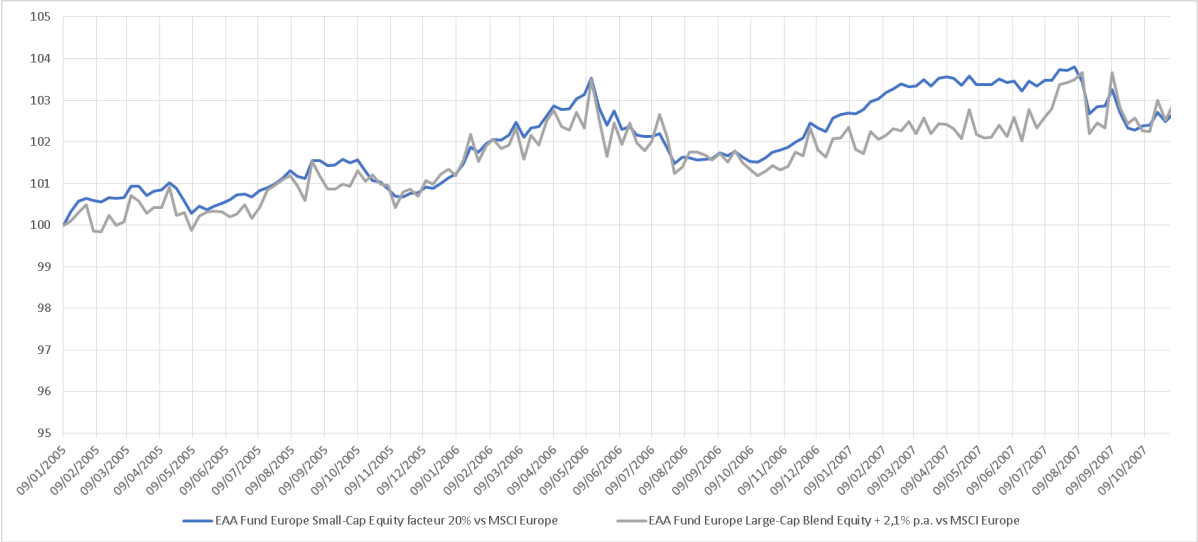

Figure 6 {Performances relatives des moyennes de catégorie *Large-caps* (+2,1% p.a.) et *Small-caps* (facteur 20%) contre MSCI Europe (9/1/05 à 1/11/07). Sources: Bloomberg, Fideas Capital, Morningstar.}

Figure 7 {Performances relatives des moyennes de catégorie *Large-caps* (+1,4% p.a.) et *Small-caps* (facteur 20%) contre MSCI Europe (1/11/09 à 10/06/18). Sources: Bloomberg, Fideas Capital, Morningstar.}

L'ajustement des courbes est presque parfait !

4. Analyses individuelles

Si on se focalise sur une analyse individuelle des 160 fonds appartenant à la catégorie Europe Large Cap Blend et ayant un historique complet sur la période d'analyse, on constate des niveaux de corrélation significativement plus faibles.

Ces corrélations individuelles plus faibles peuvent abuser le sélectionneur, lui laisser penser que le gérant qu'il examine individuellement n'est pas ou peu biaisé. Il faut s'en méfier.

On peut classer les 160 gérants étudiés en 3 groupes de la façon suivante : 1/ « fortement biaisé », corrélations individuelles supérieures à 50% (72 soit 45%), 2/ « moyennement biaisé », corrélations entre 25% et 50% (45, soit 28%) et 3/ « non biaisé », corrélation non significative, inférieure à 25% (43, soit 27%), voir Figure 8.

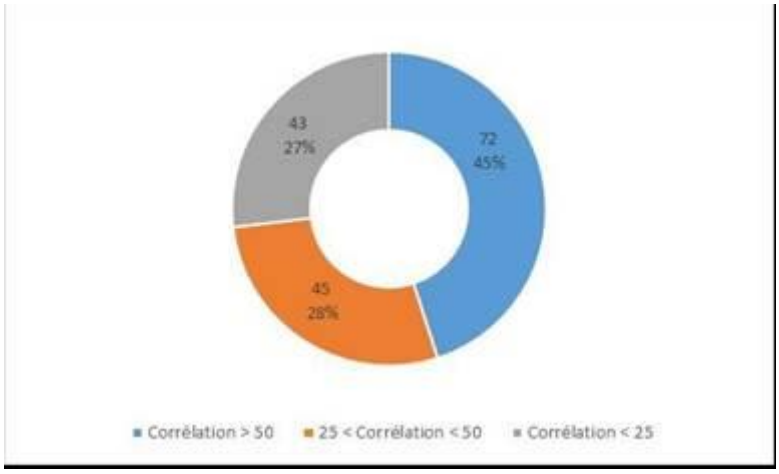

Figure 8 {Répartition des 160 fonds *Large-caps* par niveau de corrélation, en performance relative, à celle de la moyenne des gérants *Small-caps*. Sources : Bloomberg, Fideas Capital, Morning-star.}

Il est très naturel que ces corrélations individuelles soient nettement plus faibles que celle de la moyenne Morningstar, car, au cas par cas, les autres caractéristiques individuelles de chaque fonds masquent sa corrélation *Small-caps*. Pour s'en assurer, il suffit de voir à quelle vitesse, par la mise en moyenne d'un très petit nombre de gérants (ci-dessous 5), une fois les biais idiosyncratiques diversifiés, la corrélation réapparait et le biais *Small-caps* domine à nouveau (Figure 9).

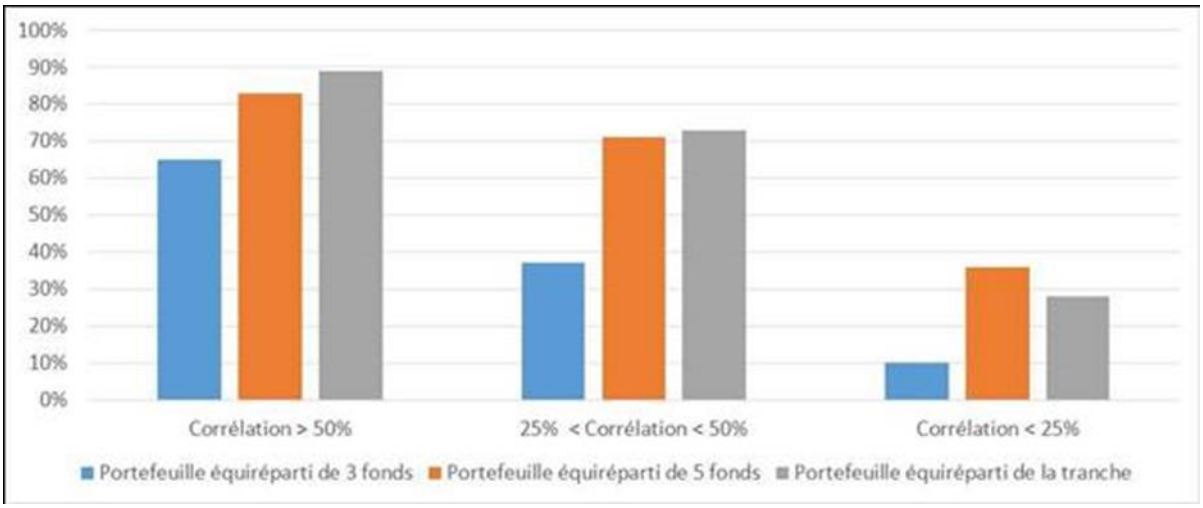

Figure 9 {Corrélation par groupe en augmentant le nombre de gérants présents. Sources: Bloomberg, Fideas Capital, Morningstar}

Le même phénomène se confirme avec d'autant plus de netteté, qu'on est dans un groupe de gérants fortement ou moyennement corrélés (>25% et >50%). La proportion, de 73%, des gérants dont les corrélations remontent ainsi au-dessus de 70%, sur un simple regroupement de 5 individus, est en outre impressionnante dans une population réputée *Large-caps*.

En termes de performances, on constate, avec surprise, que la force du biais, quand il existe, influe sur le risque (corrélation constatée) mais ne contribue pas en performance. Le 1er groupe a un classement moyen de 80, soit neutre dans une population de 160. Le second fait un peu mieux, classement moyen de 70, au détriment du 3ème groupe (95) qui concentre sans doute les gérants value, un style connu pour être plus *Large-caps* que les autres.

5. Analyse par les contenus de portefeuille

Nous avons ici élargi le spectre pour étudier parmi les 2 001 fonds qui, sur l'ensemble des domiciles européens appartiennent à la « Global category » « Europe equity large cap » de Morningstar, les 1 712 fonds pour lesquels Morningstar reporte une "Average Market Cap ».

Nous avons par la suite analysé les 1 243 fonds ayant un rating Morningstar (de * à *****) et les 1 135 fonds ayant une performance 5 ans annualisée (au 14/09/18).

Le constat est une parfaite confirmation de l'analyse statistique : les fonds ont des portefeuilles sensiblement plus « small » ou « mid-cap » que l'indice (à 45 Mds € de capitalisation moyenne environ) **et** la performance de gestion se concentre sur les populations de capitalisation moyenne de portefeuille plus faible.

Ceci est illustré par les Figure 10 et 11 ci-après.

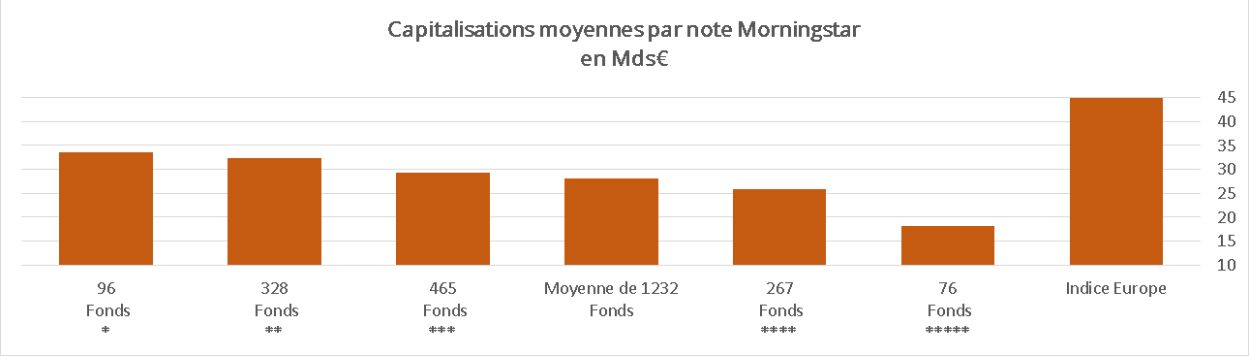

Figure 10 {Capitalisation moyenne de portefeuille par groupe de notes Morningstar, 1 243 fonds Global category Europe equity large cap, au 14/09/18. Sources : Fideas Capital, Morningstar}

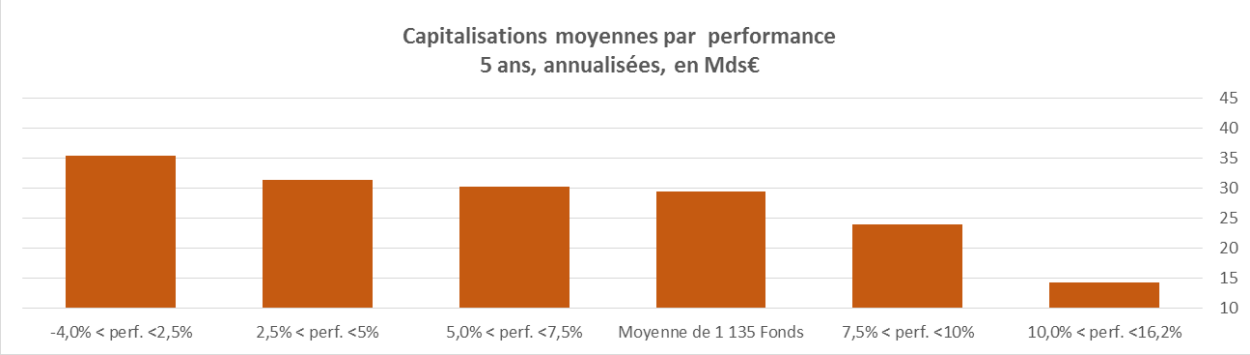

Figure 11 {Capitalisation moyenne de portefeuille par groupe de performances 5 ans annualisées, 1 135 fonds Global category Europe equity large cap, au 14/09/18. Sources : Fideas Capital, Morningstar}

6. Le choix de l'allocataire

Nous nous trouvons donc dans un environnement ou choisir un gérant, donc un fonds dans l'univers « EAA Funds Large Cap Blend », c'est, le plus souvent, choisir un chauffeur qui, sachant qu'il ne sera pas « dans les temps » en restant sur la grand-route, prendra des chemins de traverse.

Il n'en préviendra sans doute pas clairement son passager et il y conduira sans doute moins bien qu'un pilote de rallye, ici, le gérant spécialisé *Small-caps*.

D'où notre proposition : ne faut-il pas redonner à l'allocataire le pouvoir d'allouer volontairement aux gérants *small-cap* pour optimiser la gestion du facteur taille ?

Dès lors, s'il s'adresse aux pilotes de rallye pour les chemins de traverse *Small-caps*, l'allocataire doit-il confier le reste aux trains des ETF ? Peut-il trouver des gérants réellement *Large-caps*, susceptibles de surperformer, sans l'assistance du facteur taille ?

Ils sont sans doute rares mais méritent d'être cherchés.

7. Quelques « benchmarks » d'analyse et de comparaison

Quelle proportion de gestion *Small-caps* l'allocataire doit-il employer pour se caler sur la catégorie dite *Large-caps* ? Nous l'avons vu plus haut, 20% apparait comme une bonne approximation.

Vu autrement, le positionnement du gérant moyen, sur l'échelle des capitalisations est la suivante (Figure 12) : si on subdivise l'indice MSCI Europe en 4 quartiles de taille, pesant chacun 25% de la capitalisation totale, le positionnement « moyen » est 4 X 20% dans les 4 quartiles et 20% hors indice. Le positionnement type sera plutôt surexposé sur les 2 derniers quartiles et exposé hors indice.

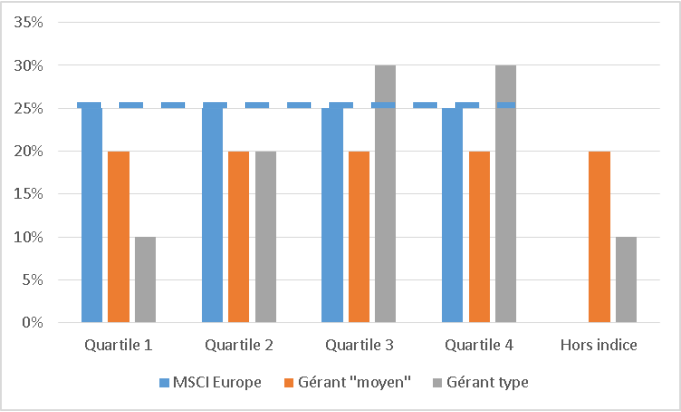

Figure 12 {Répartitions par quartile de capitalisation du gérant « moyen » et du gérant type, estimation Fideas Capital}

En termes de comparaisons de performances, retenons la période postérieure au 1/11/09, car la crise 2007/2009 trouble inutilement la lecture. D'une part elle est statistiquement exceptionnelle, d'autre part les réactions protectrices des allocataires seraient sans doute aussi bonnes voir meilleures que celles des gérants *Large-caps* dans ce type de configuration.

Sur ces bases nous pouvons construire (Figure 13) plusieurs indices de comparaison par l'ajout ou le retrait d'une part de EAA Fund Europe Small Cap Equity (ce dernier préféré à l'indice MSCI Small cap, puisqu'il n'est pas ici question de choisir le gérant *Small-caps*).

	Indice de marché	Indice de catégorie
Gérant « moyen »	80% MSCI Europe + 20% Catégorie Europe Small-Cap Equity	Catégorie Europe Large Cap Blend
Gérant réellement *Large-caps*	MSCI Europe	125% Catégorie Europe Large Cap Blend – 25% Catégorie Europe Small-Cap Equity

Figure 13 {Proposition d'indices de comparaison}

Voici le graphique des performances relatives des composites par rapport au MSCI Europe

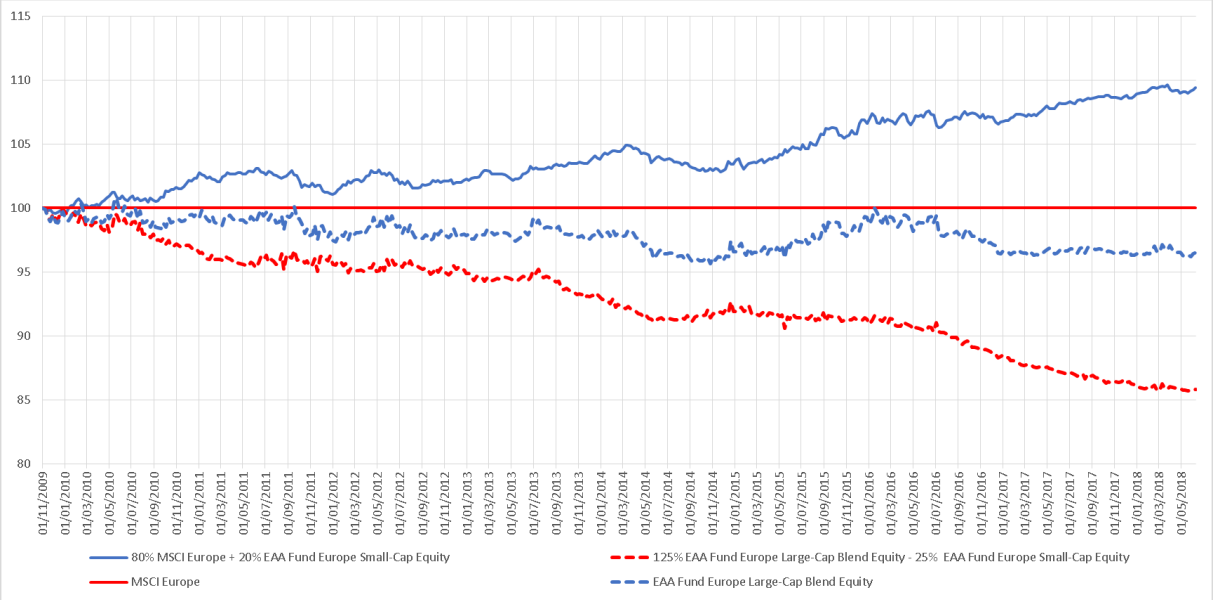

Figure 14 {Performances relatives au MSCI Europe NR EUR des indices de comparaison ; rouge pour gérants strictement *Large-caps*, bleu pour les gérants « moyens » - trait plein, indice de marché, pointillés, référence de performance « catégorie » (éventuellement corrigée de la contribution du biais *Small-caps*)}

Ce graphe (Figure 14) permet de constater que l'ajout du facteur *Small-caps* à l'indice de marché MSCI (bleu plein) recrée une forme de parallélisme avec la moyenne de catégorie (bleu pointillé) ; de même le retrait du facteur *Small-caps* de la moyenne de catégorie (rouge pointillé) lisse cette performance par rapport au MSCI (rouge plein).

Dans tous les cas, la performance « gérants » est très en retrait de son indice de marché naturel, ce qui confirme, hors facteur taille, un Alpha probablement significativement négatif et/ou des frais trop élevés.

7. La solution Smart Beta

Le but de ce paragraphe est la comparaison des stratégies Smart Beta exemptes du biais *Small-caps* (Quality, Value et VarMax) par rapport aux gérants *Large-caps*.

Il faut en effet savoir que beaucoup de stratégies Smart Beta incorporent (sans toujours une mention explicite) une contribution non nulle du facteur *Small-caps*, en complément de leur facteur propre.

Les figures ci-dessous représentent la répartition des poids d'un portefeuille, sur la base des tailles de capitalisation des titres, dans les quartiles de l'indice qui pour le Stoxx 600 se définissent comme suit :

Quartile	Capitalisation inférieure Mds€	Capitalisation supérieure Mds€	Nombre de valeurs	% en nombre de titres
1	67	241	22	4%
2	30	67	43	7%
3	12	30	103	17%
4	2	12	430	72%

Figure 15 {Tableau des 4 quartiles de capitalisation de l'indice Stoxx 600 – Sources Factset – Calculs Fideas Capital. }

Les stratégies totalement exemptes de biais sont : Quality, Value et VarMax (conçue par les auteurs)

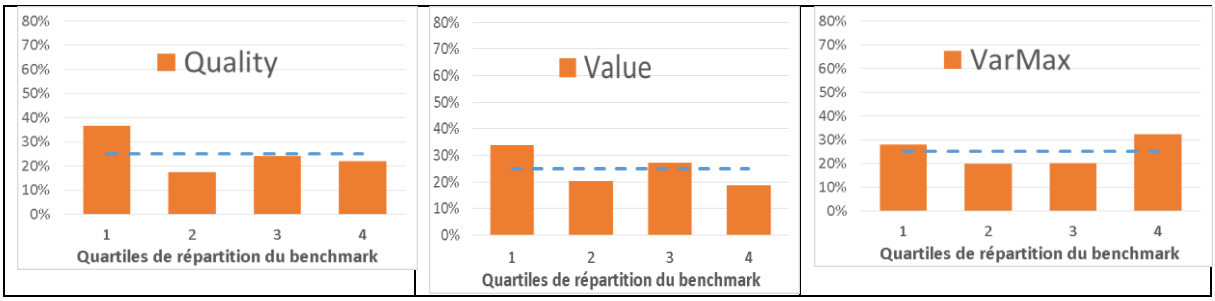

Figure 16 {Répartition par tailles des capitalisation de stratégies Smart Beta en actions européennes – Modèles Fideas Capital – Source : Factset}

NB : Le modèle VarMax développé par les auteurs est essentiellement exposé à des paniers pondérés en capitalisation. Par construction et en pratique, absent du facteur *Small-caps*.

Les stratégies modérément biaisées sont : Dividend, Growth, Momentum

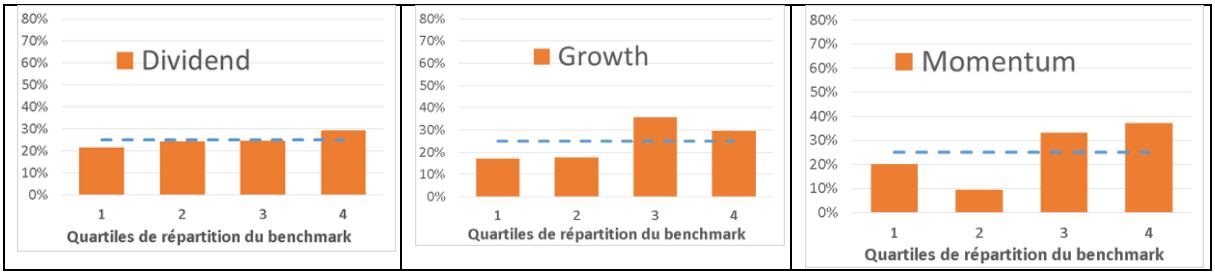

Figure 16bis {Répartition par tailles des capitalisation de stratégies Smart Beta en actions européennes – Modèles Fideas Capital – Source : Factset}

Les stratégies fortement biaisées sont : MinVar, MaxDiv, structurellement comparables à de l'Equipondération

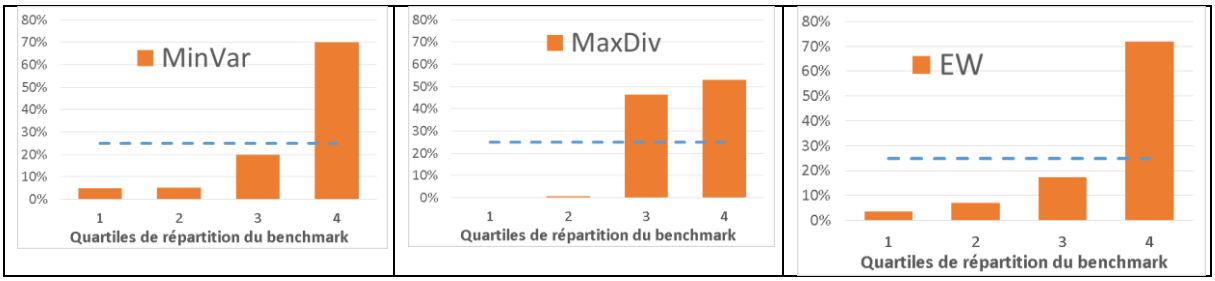

Figure 16ter {Répartition par tailles des capitalisation de stratégies Smart Beta en actions européennes – Modèles Fideas Capital – Source : Factset}

Les performances relatives au MSCI Europe NR EUR[1] (Figures 17 et 18).

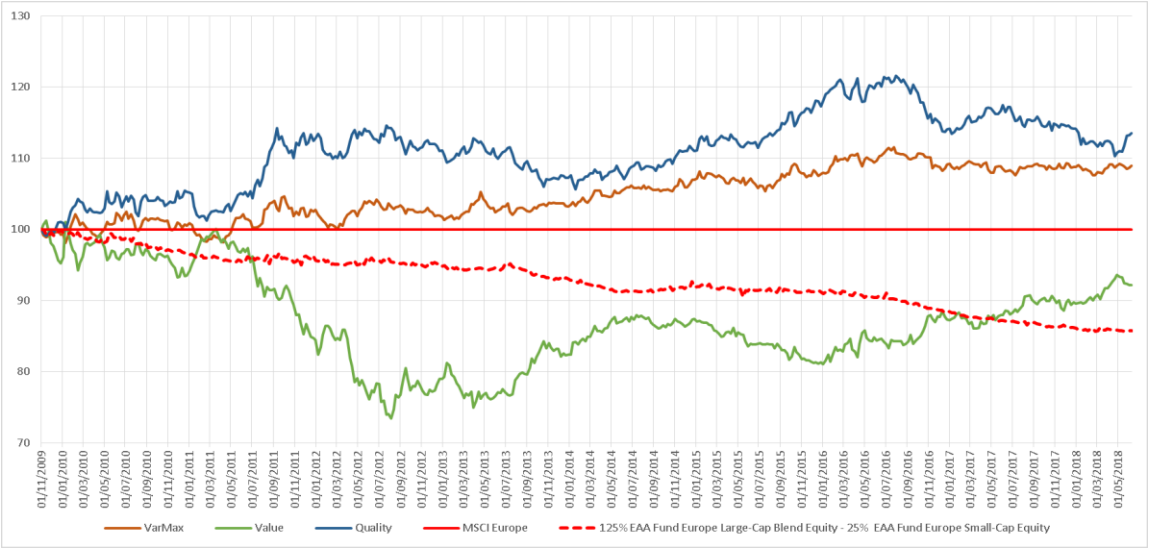

Figure 17 {Performances des stratégies (VarMax, Value et Qualité) relatives au MSCI Europe et comparées à la moyenne des gérants *Large-caps* « corrigée ». Sources: Bloomberg), Fideas Capital, Morningstar. }

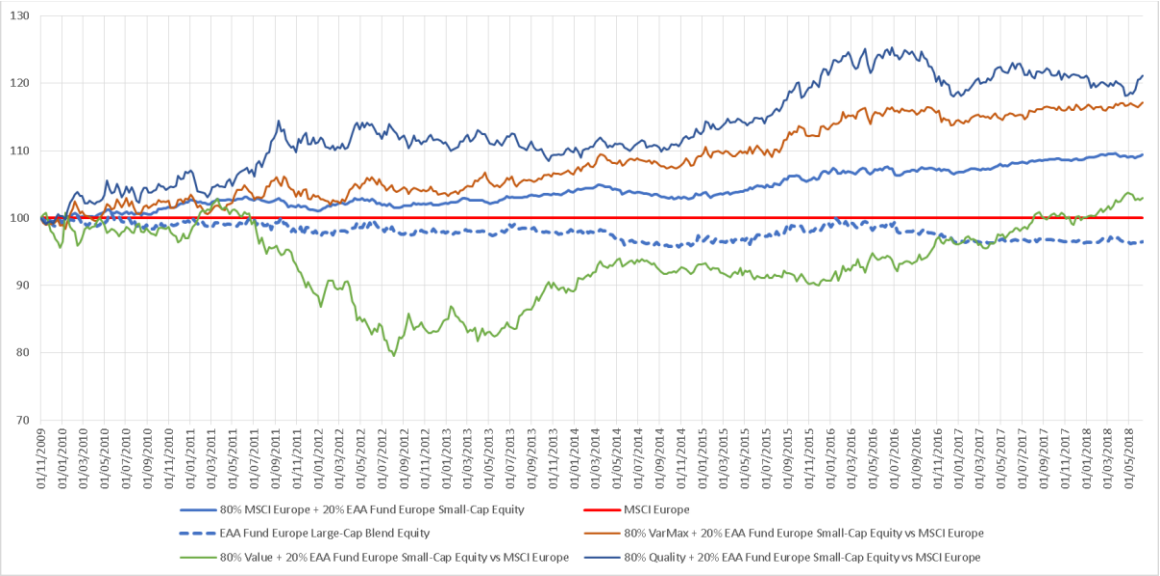

Figure 18 {Performances des stratégies (VarMax, Value et Qualité) en allocation 80/20 avec la moyenne des gérants *Small-caps* relatives au MSCI Europe NR EUR et comparées au composite 80% MSCI Europe / 20%

[1] . Les performances des stratégies Smart Beta sont recalculées nettes de 1% frais de gestion afin d'être comparables à des fonds et à une moyenne de catégorie

moyenne EAA Funds Europe Small-Cap Equity et à la moyenne EAA Funds Europe Large Cap Blend des gérants *Large-caps*, Fideas Capital, Morningstar.}

Les stratégies Smart Beta strictement *Large-caps* ont, pour deux d'entre elles (Figure 17), des performances historique supérieures au MSCI et nettement supérieures à la moyenne des gérants *Large-caps* « corrigée » de son effet *Small-caps.*

En allocation composite, à 80%, avec 20% d'exposition à la gestion *Small-caps* (Figure 18), elles surperforment l'indice composite et la moyenne de catégorie non corrigée. Les allocations composites VarMax et Qualité se classent sur la période dans le 1er décile de la population de 160 gérants étudiés.

N.B. : Des 160 gérants étudiés, seuls 10% surperforment l'indice 80% MSCI Europe + 20% EAA Funds Europe Small-Cap Equity qui est, selon cette analyse, l'indice adéquat de la catégorie compte tenu de son biais Small-caps.

* * *

*

Conclusion

Le poids du facteur *Small-caps* dans la gestion dite *Large-caps* est confirmé et fait douter de l'Alpha des gérants actifs *Large-caps*, en moyenne au moins.

Le sélectionneur et multigérant peut utilement préférer associer des gestions réellement *Large-caps* à des gestions *Small-caps*. Il améliore son accès à l'Alpha, car on peut penser, intuitivement, que les spécialistes *Small-caps* sont plus efficaces sur ce segment, moins arbitré, liquide ou efficient. Il reprend la main sur son allocation au biais *Small-caps*, sur lequel sa mobilité peut créer de la performance.

Chacun sait ajouter des *Small-caps*, mais il est moins évident d'éviter réellement le biais *Small-caps* des gérants soi-disant *Large-caps* !

L'emploi d'ETF est tentant mais pas obligatoire. Dans l'analyse individuelle, à la recherche de vrais gérants *Large-caps*, on ne peut pas se fier totalement à l'analyse statistique et on doit examiner au cas par cas des répartitions historiques de portefeuille, par quartile de taille et sur les valeurs hors indice.

Les gérants actifs *Large-caps* sont peu nombreux et souvent Value. Certaines stratégies Smart Beta, Value, VarMax et Qualité notamment, répondent au besoin d'une gestion strictement *Large-caps*, mais capable de surperformer.

Ce document est strictement réservé aux investisseurs professionnels, selon la définition de MIFID. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Fideas Capital. Les performances passées ne sont pas une indication fiable des performances futures