

# LE TEMPS

---

Forum Lundi 1 février 2010

## A revers du bon sens, la gestion passive privilégie les titres chers

Par Michel Thétaz\*

**Plus une société est surévaluée, plus son poids est important dans un indice. Et inversement. Il s'agit d'une source d'inefficiences et d'opportunités pour les gérants actifs**

A chaque époque ses modes. Dans les années 2002-2003, les investisseurs ont trop vite embrassé la «performance absolue», pseudo-panacée des hedge funds. Aujourd'hui, ils salivent dès qu'ils entendent «gestion passive».

Dans cette approche, le portefeuille est calqué sur un indice de référence représentant le marché. L'objectif est d'obtenir le rendement et le risque de celui-ci à un coût moindre, puisqu'il n'y a plus de gérant. Les frais étant cependant loin d'être nuls, la gestion passive sous-performe l'indice.

Au contraire, un gérant actif sélectionne des actions et des pondérations différentes de celles de l'indice. L'objectif est de dégager, non chaque année mais sur le long terme, une performance supérieure.

L'outil privilégié de la gestion passive est l'ETF (*Exchange Traded Fund*), un véhicule de placement facilement négociable et qui a l'avantage de présenter des coûts très bas. Depuis 2009, l'argent afflue dans ces instruments.

L'attrait de la gestion passive est étayé par des études académiques, selon lesquelles le surplus de performance dégagé par les gérants actifs est en moyenne insuffisant pour couvrir leurs commissions. Ce résultat ne signifie pas pour autant que la gestion passive soit la solution. En finance, l'expérience montre que les recettes miracles n'existent pas et il faut fuir les modes.

Après les déconvenues provoquées par la performance absolue, censée protéger le capital, et la chute des cours, l'assurance de ne pas s'écarter des résultats du marché et de supporter des frais de gestion réduits est rassurante. Il est néanmoins important d'envisager la gestion passive en toute connaissance de cause.

Son gros inconvénient est qu'elle conduit à privilégier les titres chers et à ignorer ceux qui sont bon marché. Un bon gérant devrait faire le contraire! La majorité des indices boursiers, déterminent les pondérations de leurs constituants en fonction de la capitalisation de ces derniers. Il en découle que plus une société est surévaluée, plus elle prend de place dans l'indice et plus les investisseurs passifs l'achètent, faisant encore monter son cours.

En 2000, par exemple, un investisseur passif sur les actions américaines aurait alloué 40% de sa fortune aux technologies de l'information. Un an plus tard, ce secteur avait perdu les deux tiers de sa valeur. En 2002, alors que ces mêmes actions étaient sur le point de rebondir, elles représentaient moins de 20% de l'indice. L'approche passive n'a pas été en mesure de bénéficier pleinement du renversement de tendance.

Toujours en 2002, au moment où le pétrole a commencé à s'apprécier, le secteur de l'énergie pesait moins de 7% de l'indice. Ce thème était donc presque ignoré par les investisseurs passifs.

Le comportement systématiquement procyclique des stratégies passives est contre-productif. Plus les investisseurs passifs seront nombreux, plus cette faiblesse sera accentuée, plus elle constituera une source d'inefficiences et donc d'opportunités pour les gérants actifs.

Mais tous les gérants actifs ne se valent pas. Sans être une assurance des résultats futurs, un historique suffisamment long peut déjà aider à se forger une opinion. Un gérant qui surperforme sur deux ans peut être seulement chanceux. Si ses résultats sont probants sur dix ans ou plus, il a vraisemblablement un savoir-faire.

Une analyse de la proportion investie hors indice, qui devrait excéder les 50% du fonds géré, sera révélatrice de la vraie identité du gérant: est-il un «closet indexer» qui hésite à s'écarter de son indice ou véritable gérant actif?

Enfin, la patience et la discipline font partie des ingrédients nécessaires. Or, ces qualités sont plutôt rares, car beaucoup de gérants actifs, succombent aux deux T: le «timing» et le «tracking».

Le piège du «timing» guette le gérant anticyclique qui, ayant eu raison trop tôt, passe pour avoir tort. Le second piège, le «tracking», consiste à refuser de s'écarter longtemps de l'indice de référence lorsque le marché va à l'encontre des convictions du gérant. C'est ainsi qu'UBS avait résisté jusqu'en 2000 à s'engager dans les nouvelles technologies. Sous le feu de la critique qui la taxait de ringardise et sous la pression des clients mécontents, la banque a finalement cédé.

A l'opposé, la société d'investissement Berkshire Hathaway et son dirigeant Warren Buffett ont essuyé beaucoup de sarcasmes pour leur prudence et leur sous-performance entre 2004 et 2007, lorsque les marchés montaient. Ils n'ont pas dévié et, récemment, ont été en mesure de multiplier les prises de participations, parfois à des conditions avantageuses (Swiss Re, de Goldman Sachs et de General Electric). Esclave ni des modes ni des moyennes, Berkshire Hathaway est une exception et l'exemple à suivre.

\*Directeur général d'IAM.

**LE TEMPS** © 2009 **Le Temps SA**