

Gestion des actifs:

## Les investisseurs passifs – Esclaves des moyennes?

**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 les mots «gestion passive.»**

Dans la gestion passive, le portefeuille est calqué sur un indice de référence représentant le marché. Son objectif est d'entraîner des coûts moindres, puisqu'il n'y a plus besoin d'un gérant. Les frais étant néanmoins loin d'être nuls, la gestion passive sous-performe l'indice. En d'autres termes, elle offre le rendement moyen du marché moins des frais encore substantiels.

Au contraire, dans la gestion active, le gérant met en œuvre une stratégie d'investissement en sélectionnant des titres et leur pondération. Les pondérations diffèrent de celles de l'indice et certains titres ne sont pas inclus dans l'indice. L'objectif ici est de dégager, non point chaque année, mais sur le long terme une performance supérieure à l'indice de référence.

### Exchange Traded Funds

L'outil privilégié de la gestion passive est l'ETF (Exchange Traded Fund), un véhicule de placement facilement négociable qui est négociable et a l'avantage de présenter des coûts très bas. Depuis l'année dernière, l'argent afflue dans les ETF dont le nombre augmente rapidement. L'attrait de la gestion passive est étayé par des études académiques selon lesquelles le surplus de performance dégagé par les gérants actifs pris dans leur ensemble reste en moyenne insuffisant pour couvrir leurs commissions.

### Hedge Funds

Ce résultat est, certes, peu satisfaisant pour les gérants professionnels. Cela ne signifie pas pour autant que la gestion passive soit LA solution.

En finance, l'expérience ne cesse de prouver que les recettes miracles n'existent pas et qu'il faut fuir les modes. Pour mémoire: après la chute des marchés de 2002, tout le monde n'a plus juré que par la performance absolue, édifiée sur l'illusion de protéger les portefeuilles en cas de baisse des bourses. Cela a pavé la voie à la multiplication des Hedge Funds. Or ces dernières années, les Hedge Funds n'ont pas du tout rempli leur contrat: ces produits, très coûteux en frais en toutes sortes, ont perdu une part substantielle des montants qu'ils géraient.

Après cette déconvenue et la chute des bourses, l'assurance de ne pas s'écarter des résultats du marché et de supporter des frais de gestion réduits a sans doute quelque chose de rassurant. Il est néanmoins important d'envisager la gestion passive en toute connaissance de cause.

### Désavantages des placements passifs

Le gros inconvénient des placements passifs est qu'ils conduisent à privilégier les titres chers et à ignorer ceux qui sont bon

marché. Un bon gérant devrait faire juste le contraire! Habituellement, les indices boursiers sur lesquels se basent les stratégies passives déterminent les pondérations de leurs constituants en fonction de leur capitalisation. 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 davantage son cours.

### Indices pondérés

En 2000, par exemple, un investisseur passif sur les actions américaines aurait alloué 40 % de sa fortune aux seuls titres en matière de technologie 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 la croissance du cours du pétrole a débuté, le secteur de l'énergie pesait moins de 7 % de l'indice. Le thème de l'énergie était donc presque ignoré par les investisseurs passifs. En revanche, ils y auraient placé 16 % de leur fortune en 2008 lorsque le pétrole dépassait USD 140 par baril.

### Inefficiences

Le comportement systématiquement pro-cyclique 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. Imaginons un marché constitué d'un bon nombre d'investisseurs passifs. Lorsque, comme c'est plus ou moins

fréquemment le cas, le comité compétent décide d'inclure un nouveau titre dans un indice, les investisseurs passifs sont contraints d'acquiescer tous ensemble ce titre. Cela fait monter le cours; la conséquence en est que les investisseurs passifs tendent encore une fois à acheter trop cher. C'est l'inverse lorsqu'un titre est exclu d'un indice. Cet inconvénient a fait l'objet de recherches académiques et est exploité par des gérants qui s'en sont fait une spécialité.

### Gestion active

Pour autant, tous les gérants actifs ne se valent pas. Seuls certains parviennent à battre les indices de façon significative. Sans être une assurance des résultats futurs, un regard sur le développement historique de la performance peut 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.

En outre, une analyse attentive de la part de placements investie qui ne correspond pas à l'indice – celle-ci devrait facilement excéder les 50 % du fonds géré – sera révélatrice de la vraie identité du gestionnaire: Est-il un «Closet Indexer» qui hésite à s'écarter de son indice ou est-il un véritable gérant actif?

### «Timing» et ...

Enfin, la patience et la discipline font partie des caractéristiques nécessaires du gérant actif efficace. Or, ces qualités sont plutôt rares, car beaucoup de gérants actifs, en particulier les «Closet Indexers», 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 aux yeux de beaucoup de monde. Il est plus facile de se laisser guider par l'engouement du moment, par exemple en achetant des dérivés de crédit en 2006. Cette approche peut payer à court terme. Mais rien ne se démode plus vite que la mode; lorsque le marché revient – généralement brutalement – sur terre, le gérant n'a que l'excuse de s'être fourvoyé avec une nombreuse, et parfois illustre, compagnie.

### ... «Tracking»

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 de ses clients

mécontents, la grande banque a finalement cédé.

A l'opposé, la société d'investissement Berkshire Hathaway et son dirigeant Warren Buffet 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 de leur stratégie et, récemment, ils ont été en mesure de multiplier leurs prises de participations, en fin de compte à des conditions très avantageuses comme dans les cas de Swiss Re, de Goldman Sachs et de General Electric. Berkshire Hathaway est une exception et représente donc un exemple qu'il y a lieu d'imiter.

Michel Thétaz, Directeur général d'IAM (Independent Asset Management), Genève, gérant de fortune de plus de 6 milliards de francs

Zitat:

„Was ist ein Einbruch in eine Bank gegen eine Gründung einer Bank“

Bertold Brecht, Dreigroschenoper, 1928



**PRIMANET**  
DIE VORSORGEPROFIS

### IHR PARTNER FÜR DIE BERUFLICHE VORSORGE

Unsere Dienstleistungen umfassen die Kernbereiche Geschäftsführung, Vorsorgeverwaltung, Finanzen und Organisationsmanagement. Je nach Aufgabenstellung erweitern wir unsere Dienstleistungen mit externen Partnern für die gesamte berufliche Vorsorge.

PRIMANET AG, POSTFACH 5365, 3001 BERN  
TELEFON 031-359 79 00, TELEFAX 031-359 79 01, WWW.PRIMANET.CH