

La gestion passive n'est autre que l'absence de gestion

La « gestion passive » est un parfait oxymore : ce qui est passif n'est pas géré et ce qui est géré n'est, par définition, pas passif.

L'emploi du mot « gestion » implique un processus par lequel des mouvements (une activité) sont générés afin de modifier l'exposition du portefeuille. Ce n'est pas le cas de la gestion passive. Avec les indices de référence passifs, les investisseurs sont purement otages des mouvements de prix qui sont les seuls « drivers » des variations d'expositions. Ces variations ont lieu sans « activité », et se traduisent simplement par une augmentation de l'exposition avec l'accroissement du prix et par une diminution avec leur baisse. En effet, à mesure qu'un titre est prisé, son cours grimpe, et son poids augmente dans l'indice capipondéré. Cependant, la popularité d'un titre est liée aux anticipations. Ce sont ces anticipations qui minent la notion de neutralité de la gestion passive. Être passif ne signifie en aucun cas être neutre en termes de risque.

Les indices de référence capipondérés englobent la somme de tous les paris spéculatifs réalisés dans le marché et ont par conséquent des biais structurels absolus qui changent au fil du temps. Au début des années 2000, les valeurs des technologies de l'information sont très prisées. Elles représentent près de 35 % de l'indice S&P 500 (1) à la veille de l'éclatement de la bulle technologique fin 2002 qui les fait redescendre à 15 % du S&P 500. Ce schéma s'est reproduit à la veille de la crise financière. Le poids des valeurs financières dans l'indice a doublé, de 10 % au milieu des années 90 à 20 % vers la mi-2007, pour redescendre fin 2008 à 11 %. Les concentrations des indices capipondérés présentent un danger significatif pour les investisseurs exposés aux stratégies passives. Par construction, ces stratégies affectent la plus grande part de leur investissement aux titres les plus surévalués et la plus faible partie aux titres les plus sous-évalués, et ce jusqu'au moment où la correction du marché intervient. Les investisseurs passifs doivent avoir conscience que lorsqu'ils investissent dans des fonds indiciels, ils se conforment aux spéculations implicites de ces indices et aux biais qui en résultent.



Yves Chouiefaty,
président et CIO
de Tobam

**Les « gérants »
passifs sont
de simples
conservateurs
de titres**

Les fortes concentrations finissent toujours par être corrigées. Dans le cadre d'une gestion passive, les investisseurs n'ont pas la possibilité de réagir aux corrections de marché et en subissent les conséquences passivement. Tel le papillon dont la vitesse augmente au fur et à mesure de son rapprochement de la flamme. Une telle passivité aux sautes d'humeur des marchés indique que le terme « gestion » est usurpé. Les « gérants » passifs ne sont pas des gérants d'actifs mais de simples conservateurs de titres. La gestion passive consiste essentiellement à réinvestir les dividendes et à traiter les opérations sur titres. Bref, un travail de dépositaire. Les indices de référence traditionnels sont néanmoins utiles, notamment parce qu'ils sont représentatifs des anticipations globales des acteurs de marché dans la mesure où ils englobent la somme de toutes les spéculations.

Mais il convient de se souvenir qu'ils sont un « output » de l'industrie de la gestion, une conséquence des prises de position des gérants actifs. S'ils venaient à devenir un « input » de notre industrie, celle-ci deviendrait aussi productive que ne l'est un chien courant après sa queue. En se focalisant sur la « tracking error », à savoir l'écart entre la performance d'un portefeuille et celle d'un indice capipondéré, les investisseurs perpétuent un comportement passif en récompensant la conformité à l'indice.

Cela compromet sérieusement leur capacité à répondre à leurs obligations fiduciaires premières, à savoir raisonner avec un objectif de rendement/risque absolu, et non relatif. Les gérants d'actifs jouent un rôle économique crucial : l'allocation du capital. En suivant les cycles spéculatifs, les gérants passifs ont renoncé à ce rôle très important de lien entre le travail et l'épargne qui contribue à une économie saine et durable. ■

(1) La taille des secteurs est mesurée conformément au Global Industry Classification Standard (GICS), une taxonomie des secteurs d'activité.