****

**Démystifier certains malentendus persistants**

mardi, 24.10.2017

**Certains fondements qui influencent les investissements des gestionnaires d’actifs sont complètement erronés.**

Yves Choueifaty\*

L’industrie de la gestion d’actifs repose sur des fondements ayant une grande influence sur les convictions d’investissement. Alors que certains de ces fondements sont solides, d’autres sont complètement erronés.

Si la seule alternative à la capacité de prévision est la capacité à accéder à la prime de risque dans sa forme la plus simple, certains investisseurs, dans leur quête du bêta, estiment que la gestion passive (au sens des véhicules d’investissement qui répliquent la performance des indices capi-pondérés) offre accès à ce bêta. Il existe un mythe selon lequel être passif équivaut à être neutre.

La gestion passive, qui est souvent synonyme de «bêta», n’offre pas un accès neutre à la prime de risque. Investir dans un indice de marché pondéré en fonction de la capitalisation boursière consiste à investir dans un portefeuille biaisé extrêmement spéculatif qui n’offre pas de bêta pur.

Investir de manière passive sur des indices capi-pondérés concourt à détruire de la valeur pour les investisseurs et à augmenter l’impact spéculatif de la fixation des prix. Par conséquent, alors que la gestion passive est souvent considérée comme «bon marché» en termes de frais, elle se révèle assez coûteuse en termes d’efficience du portefeuille puisque souvent ces stratégies échouent à se rapprocher de la frontière efficiente ex post.

**Les niveaux de tracking errors**

Les intervenants de marché sont souvent conduits à qualifier leurs portefeuilles en fonction de niveaux de tracking errors élevés ou faibles et, à partir de ce constat, font des inférences sur le niveau de risque de leurs investissements. La tracking error (ou «erreur de suivi») ne mesure pas le risque d’un portefeuille, elle mesure la distance entre deux portefeuilles. La tracking error ne mesure rien en termes absolus: il ne s’agit que d’un indicateur relatif. Son interprétation dépend nécessairement de la base de comparaison. Une tracking error ne saurait être interprétée comme un indicateur de risque. Elle n’offre même aucune corrélation avec quelque indicateur de risque absolu que ce soit.  Elle ne mesure pas le risque en capital financier, le risque de perte, les risques spécifiques (concentrations..). Elle n’offre même pas une indication du niveau de risque.

**L’exposition du portefeuille**

Un autre malentendu consiste à suggérer que l’exposition d’un portefeuille à une source de risque peut se deviner d’un simple coup d’œil au poids d’un titre ou d’un secteur. Regarder les poids des titres détenus en portefeuille n’est pas la solution. Pour réduire le risque spécifique, de nombreux investisseurs choisissent d’investir dans le plus large éventail de titres possible et/ou de répliquer la composition de l’indice de référence pondéré en fonction de la capitalisation boursière. Ces deux pratiques peuvent amener les investisseurs à se surexposer à certaines sources de risque. Prenons le cas d’un portefeuille d’actions japonaises et répondons à deux questions simples au sujet de ce portefeuille:

Question 1: Quel est l’exposition du portefeuille aux variations des cours du pétrole? Au lieu de se ruer à son bureau pour compter les barils de pétrole détenus en portefeuille, la réponse scientifique à cette question consiste à calculer la corrélation du portefeuille aux variations des cours du pétrole.

Question 2: Quel est le degré d’exposition du portefeuille aux variations du cours de l’action Toyota? La réponse à cette question ne peut se résumer à dire que le portefeuille détient 2,5% d’actions Toyota. Si les 97,5% d’actions restantes sont non corrélées à Toyota par exemple, l’exposition du portefeuille à Toyota est en fait plus faible que celle d’un portefeuille qui n’investirait que 1% de son actif dans des actions Toyota, mais dont les 99% restants de son actif seraient hautement corrélés à Toyota.

Ainsi ce qui importe n’est pas le poids du titre ou du secteur concerné au sein du portefeuille, mais la corrélation du portefeuille au facteur de risque que le titre ou le secteur représente.

\*Président et CEO de TOBAM