

■ Analyse - Les formes alternatives de la gestion passive

Par **Jérôme Teiletche**, professeur associé à l'université Paris-Dauphine, Dauphine Recherche en Management

Il convient pour les investisseurs d'être prudents à l'usage, et en particulier de bien appréhender les biais qu'impliquent de tels portefeuilles vis-à-vis des indices traditionnels.

La gestion passive, qui vise à reproduire la performance d'un indice avec un degré de précision élevé (tracking-error faible), connaît un intérêt croissant, non démenti par la crise financière. Un débat s'est toutefois ouvert sur les défauts des indices traditionnels utilisés comme références de la gestion passive, à savoir les indices dont on pondère les composantes en fonction de leur poids sur le marché – c'est à dire leur capitalisation. Une telle approche, qui correspond au portefeuille d'équilibre dans la théorie financière de base, présente plusieurs avantages. Ainsi, au premier rang, le fait qu'elle soit cohérente au niveau macroéconomique, puisque l'offre et la demande de titres s'égalisent, et le fait qu'il s'agisse de portefeuilles engendrant une faible rotation, d'où des frais de transaction limités. Leur principale limite tient à ce que de tels indices impliquent une stratégie qui va consister à vendre les titres qui ont le moins performé et, a contrario, à acheter les titres qui ont le plus performé. Ce dernier élément apparaît comme un facteur puissant de formation de bulles spéculatives, comme l'ont illustré les cas des titres technologiques à la fin des années 1990 ou, en octobre dernier, le titre Volkswagen au sein de l'indice allemand DAX. Un corollaire : les indices ainsi constitués sont fréquemment très concentrés en un nombre limité de titres.

Face à cette situation partiellement contradictoire entre intérêt pour la gestion passive et limites des indices traditionnels, une véritable course à l'indice alternatif s'est amorcée. Un indice alternatif – à ne pas confondre ici avec un indice de hedge funds – est un indice dont les composants sont pondérés de façon alternative aux poids de marché. Par exemple, les indices dits «fondamentaux» tiennent compte d'éléments de valorisation ou de revenus des entreprises. Des indices tenant compte des émissions carboniques de chaque entreprise viennent d'être introduits par S&P. Les approches qui précèdent visent à mettre en exergue une caractéristique des titres (leur valorisation, leur impact sur l'environnement...) qui devrait permettre d'identifier les meilleurs et donc de surperformer les indices traditionnels. D'autres approches se montrent plus agnostiques sur les critères de surperformance individuelle des titres, mais préfèrent se concentrer sur le risque du portefeuille, notamment en ce qui concerne sa diversification. L'argument étant que les portefeuilles au risque mieux maîtrisé

offriront un couple rendement/risque plus attractif. Ainsi en est-il de l'approche qui consiste à répartir les sommes investies de façon égale entre toutes les composantes du portefeuille. Cette stratégie, qu'on peut a priori juger comme «naïve», semble correspondre à une pratique usuelle de nombreux investisseurs, notamment particuliers, et permettrait d'obtenir des résultats supérieurs à des méthodes d'allocation plus sophistiquées¹. En particulier, en ne nécessitant pas d'hypothèses sur les rendements espérés ni sur le risque attendu des composantes du portefeuille, cette approche se révélerait particulièrement robuste, tant et si bien que des indices de ce type sont d'ores et déjà commercialisés aux Etats-Unis sous forme de trackers. Leur inconvénient est qu'ils sont toutefois extrêmement exigeants en termes de coûts de transaction. Une approche alternative consiste à pondérer le portefeuille selon la méthode de la minimisation de

sa variance. Le principe, axé sur la volonté de minimiser son risque a priori, semble payant en pratique, mais présente une limite : les portefeuilles sont alors peu diversifiés.

Un article de recherche récent² étudie les propriétés de portefeuilles eux aussi construits sur une dimension de gestion du risque, via une égalisation des contributions en risque des différentes composantes du portefeuille, ce qui signifie qu'aucun

Un indice alternatif est un indice dont les composants sont pondérés de façon alternative aux poids de marché.

titre ne va peser plus qu'un autre dans le risque global du portefeuille. En d'autres termes, on obtient une sorte de portefeuille idéalement diversifié, en tout cas ex ante. Les auteurs montrent notamment comment ces portefeuilles permettent à la fois de maîtriser le risque, tout en conservant un bon degré de diversification. D'autres méthodologies, bien que construites sur un principe différent à l'image de l'égalisation de la corrélation des titres avec le portefeuille³, sont également à placer dans la même catégorie.

Au final, les méthodes de construction alternatives de portefeuilles semblent se multiplier. Si elles cherchent toutes à amenuiser l'impact des défauts reconnus des indices traditionnels, il convient pour les investisseurs d'être prudents à l'usage, et en particulier de bien appréhender les biais qu'impliquent de tels portefeuilles vis-à-vis des indices traditionnels (biais petite capitalisations pour les indices équipondérés, biais «value» pour les indices fondamentaux...). En particulier, il conviendra de garder à l'esprit que ces méthodes constituent une approche active de la gestion passive. ■

1. DeMiguel V., Garlappi L., Uppal R. (2007), *Optimal Versus Naive Diversification: How Inefficient is the 1/N Portfolio Strategy?*, *Review of Financial Studies*.
2. Maillard S., Roncalli T., Teiletche J. (2009), *Equally-Weighted Risk Contributions Portfolios*, SSRN working paper.
3. Choueifaty Y., Coignard Y. (2008), *Towards Maximum Diversification*, *Journal of Portfolio Management*.