

## **Gestion passive ou gestion active ? Un dilemme ou une complémentarité ?**

### **Introduction**

Dire que la gestion de portefeuille de valeurs mobilières procède d'une alchimie est assurément enfoncer une porte ouverte. Une bonne gestion implique de faire le bon choix par rapport à des objectifs et des contraintes. Force est de constater que l'univers des techniques et des produits financiers est si vaste que ce choix n'est pas toujours aisé.

Il en va ainsi lorsque l'on parle de gestion passive et de gestion active. Il existe des adeptes de chaque approche qui défendent farouchement leurs avantages, souvent en prenant soin de dénigrer un tant soit peu ceux de l'autre camp. Cela tient au fait que l'on touche ici à l'essence même de la gestion de patrimoine, où tout se résume à une affaire de conviction.

Mon objectif ici est de vous familiariser avec ces deux approches de gestion en évoquant leurs caractéristiques propres, en toute objectivité.

### **La gestion passive**

Dans une ère où la rapidité de circulation de l'information est non seulement une réalité mais aussi un but ardemment recherché, la logique et une certaine humilité semblent indiquer que dans un marché dominé par de nombreux investisseurs institutionnels très actifs, il est particulièrement difficile de découvrir des martingales inédites permettant de battre systématiquement le marché.

#### *Le marché efficient...*

Chaque nouvelle information économique ou financière est si rapidement reflétée dans les cours et la concurrence entre les opérateurs est telle que le marché est rendu très efficient. C'est précisément le support théorique sur lequel se fonde la *gestion passive, ou gestion indicielle*, qui part du postulat qu'il est très difficile d'accomplir une performance supérieure à celle d'un marché ou d'un ensemble de marchés donnés. Non seulement l'efficience des marchés rend cet objectif aléatoire, mais les frais d'analyse et de transactions induits sont si élevés qu'ils en constituent une entrave supplémentaire.

La gestion indicielle pousse à l'extrême la logique du marché efficient, en arguant que ni arbitrages ni spéculations ne sont à même de constituer une base solide à une politique d'investissement et qu'il convient mieux dès lors d'adopter un système de gestion à long terme où les investissements spéculatifs ne joueront qu'à la marge.

#### *L'objectif de la gestion indicielle...*

L'objectif de la gestion indicielle est de répliquer exactement un certain indice (ou *benchmark*), sans tenir compte de l'horizon de placement.

Elle représente aujourd'hui la majorité des placements actions des institutionnels, parmi lesquels les anglo-saxons peuvent être considérés comme les précurseurs de ce type de gestion.

*Un tracking error minimum...*

Le but en terme de performance n'est plus de battre l'indice, quel que soit la période historique de référence, mais d'enregistrer un écart (*tracking error*) aussi minime que possible par rapport à cet indice. Comme le gérant ne fait aucun pari sur l'évolution de son marché de référence, la performance brute de sa gestion doit fournir à l'investisseur, aussi bien institutionnel que privé, la performance réalisée par l'indice de référence du marché choisi (actions ou obligations), ni plus, ni moins.

Cette approche permet d'atteindre un maximum de transparence, tout en garantissant un très strict contrôle du risque. La construction optimale du portefeuille (ou du fonds de placement) vis-à-vis de son indice lui assure une exposition fidèle à la performance et au risque du marché.

*Les frais associés sont faibles...*

Par ailleurs, cette forme de gestion n'exigeant pas de compétence particulière si ce n'est de la rigueur statistique, elle ne génère pas non plus de nombreuses transactions. Par conséquent, les frais de gestion qui lui sont associés sont très faibles. Aussi, la performance nette pour l'investisseur est très proche de la performance brute réalisée par le gérant.

### **La gestion active**

*L'efficience des marchés est théorique...*

La gestion active est dynamique et consiste à prendre des paris et à investir dans des proportions qui ne sont pas celles d'un indice. Elle part du postulat que l'efficience des marchés n'est que théorique et qu'il est possible de faire mieux que les indices. Elle est fondée avant tout sur des convictions qui déterminent le choix des valeurs (*stock picking*). Peu importe l'évolution des marchés.

Cette approche est celle d'une gestion ouverte, qui échappe à une gestion profilée. C'est aussi celle d'une gestion opportuniste, ou critique, voire même contrariante, où l'indépendance d'esprit est à la base du processus de sélection des valeurs.

*L'analyse fondamentale comme base...*

La gestion active est minoritaire, mais elle est loin des conflits d'intérêt. Elle est fondée sur la connaissance des entreprises et repose sur des critères relevant de l'analyse fondamentale, tels que par exemple le PER (*price earning ratio*), la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires, l'actif net réévalué ou déprécié, la qualité du management, la structure du capital, le secteur économique ou le risque. C'est parce que les titres remplissent certaines de ces caractéristiques que le gérant estime qu'ils feront mieux que le reste du marché. Le critère majeur pour sélectionner une valeur est en finalité le degré de sous ou surévaluation de celle-ci.

*En bourse, il n'y a pas de belles valeurs, il n'y a que des valeurs chères ou bon marché...*

Si le cours en bourse d'un titre est inférieur à la valeur de l'entreprise, il constitue une opportunité d'achat, d'autant plus si le titre baisse. En bourse, il n'y a dès lors pas de belles valeurs, il n'y a que des valeurs chères ou bon marché. Ce sont les valeurs sous-évaluées qui feront les meilleures performances.

*L'objectif de la gestion active...*

L'objectif de la gestion active est de réaliser une performance absolue, non relative au marché. L'important, c'est de faire mieux que le taux hors risque du marché, c'est-à-dire le taux des dépôts d'épargne ou des emprunts d'Etat pour une monnaie considérée et dans un horizon temps donné.

*Un allié : le temps...*

Le grand allié de la gestion active est le temps. En effet, sur le long terme, la performance d'une gestion active a une bonne probabilité d'être supérieure à celle d'une gestion passive.

*Une mesure : la volatilité...*

On mesure le risque de la gestion active à la volatilité des titres choisis. Ainsi, les valeurs de croissance ayant une volatilité plus élevée que la moyenne du marché doivent fournir une rentabilité plus élevée mais aussi plus incertaine.

La gestion active tirant bénéfice de la volatilité des marchés, elle exige des réactions rapides. Il faut savoir acheter, mais aussi savoir vendre au bon moment.

## **Conclusion**

On le voit bien, les différences des deux approches sont importantes, tant sur le plan technique que sur le plan de leur impact psychologique. Je pense que ces différences sont plus utiles à être exploitées qu'à plonger l'investisseur dans un dilemme, quel que soit son profil de risque et ses attentes de rendement.

Il y a plus à gagner à utiliser la complémentarité de la gestion passive et de la gestion active dans la construction d'un portefeuille qu'à alimenter une polémique stérile autour de deux concepts si distincts.

Je le disais dans mon introduction, la gérance de patrimoine est une affaire de conviction. J'ajouterai que la sensibilité et la psychologie de chaque investisseur sont les ingrédients de base qui lui permettent de faire le juste dosage entre gestion passive et gestion active.

Enfin, je termine en citant Warren Buffet, adepte bien connu de la gestion active, qui disait lui-même : « vous n'avez pas raison parce que les autres partagent votre avis, mais parce que les faits prouvent que votre raisonnement est juste ».



Novembre 2003